

## 平台型汽车零部件龙头，横向拓展杰出企业

### 投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 公司从传统业务内饰功能件和橡胶减震产品持续横向拓展，传统业务占比已降至55%。(2) 公司抓住新能源头部客户国产化机会，2020年以来实现快速发展，近年来陆续开拓新客户。(3) 轻量化+热管理构筑第二成长曲线，占比提升至39%，汽车电子+驱动执行器构筑第三成长曲线。
- 产品横向拓展成功，客户持续开拓。**公司是行业领先的平台型汽车零部件企业，2015年前收入主要来自内饰功能件和橡胶减震产品，二者合计占比超过90%。15年后公司逐步拓宽业务范围，23年二者占比分别降至33%、22%。21年起公司抓住新能源头部大客户机会，迎来快速增长的黄金发展期，公司与战略客户推行的Tier0.5级合作模式取得示范性成功，19-21年公司总营收CAGR为38.5%，净利润CAGR为47.4%。
- 轻量化+热管理构筑第二成长曲线。**(1) 在汽车轻量化背景下，底盘系统业务持续放量，随着铝制底盘占比增加，销量及单价均逐年提高。近年来公司积极拓展特斯拉、RIVIAN、蔚来、比亚迪、吉利等优质客户的中高端车型底盘系统模块项目，营收持续增长，23年营收占比31%，连续第二年成为第二大业务。(2) 21年起热管理系统开始贡献收入，23年占营业收入比重为7.9%，成为公司新的增长点。公司凭借在热管理系统的技术优势及稳定的配套能力获得全球头部客户认可，产能持续提升，客户覆盖全球。
- 汽车电子+驱动执行器构筑第三成长曲线。**(1) 公司已形成线控制动、线控转向、线控悬架三大线控底盘系列产品线，并陆续研发了电动尾门、转屏驱动器、座椅舒适系统等智能座舱类产品，单车价值持续提升。19-23年汽车电子销量CAGR达8.5%，随着24年起底盘电子、座舱电子产品全面量产，汽车电子营收有望实现大幅增长。(2) 人形机器人赛道发展前景广阔，全球市场规模可达百万亿级别。公司布局人形机器人的驱动执行器，23年首次贡献收入，24年1月2条产线正式投产，年产能为30万套。驱动执行器业务将打造公司新的增长极，助力公司形成智能汽车+机器人部件的双产业发展模式。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年归母净利润CAGR为26.7%，EPS分别为2.45/3.76元，对应动态PE分别为24/20/16倍。给予公司24年30倍PE，目标价73.5元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 客户销量不及预期风险，行业不景气风险，市场竞争加剧风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	197.01	265.99	318.68	379.02
增长率	23.18%	35.02%	19.81%	18.93%
归属母公司净利润(亿元)	21.51	28.50	34.92	43.75
增长率	26.50%	32.54%	22.51%	25.27%
每股收益EPS(元)	1.85	2.45	3.00	3.76
净资产收益率ROE	15.56%	17.94%	18.85%	20.02%
PE	32	24	20	16
PB	5.05	4.39	3.76	3.19

数据来源: Wind, 西南证券

### 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: zllans@swsc.com.cn

分析师: 冯安琪  
执业证号: S1250524050003  
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)	11.63
流通A股(亿股)	11.02
52周内股价区间(元)	45.21-81.2
总市值(亿元)	695.81
总资产(亿元)	347.17
每股净资产(元)	15.30

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：深耕汽车零部件近四十年的优质龙头</b> .....	<b>1</b>
<b>2 公司分析：前瞻布局巩固多重业务护城河</b> .....	<b>6</b>
2.1 减震器：传统业务位居行业高位，龙头地位稳固 .....	6
2.2 内饰件：不断拓宽产品线，单车价值持续提升 .....	9
2.3 轻量化：内生外延并举，率先抢占蓝海市场 .....	13
2.4 汽车电子：国产替代加速，有望重塑竞争格局 .....	20
2.5 热管理：依托现有优势延伸布局，培育重要增长极 .....	27
2.6 驱动执行器：量产在即，百万亿市场空间前景广阔 .....	32
<b>3 财务分析</b> .....	<b>34</b>
3.1 公司营收持续增长，净利润节节攀升 .....	34
3.2 盈利能力持续增长，偿债能力不断提升 .....	35
3.3 研发费用率提升，总费用率保持基本稳定 .....	36
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>37</b>
4.1 盈利预测 .....	37
4.2 相对估值 .....	38
<b>5 风险提示</b> .....	<b>39</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司全球布局.....	3
图 3: 公司主要客户.....	3
图 4: 公司股权结构 (截至 2024Q1) .....	4
图 5: 公司营业收入 (亿元) 及增速 (%) .....	4
图 6: 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%) .....	4
图 7: 公司营业收入构成 (按产品) .....	5
图 8: 公司毛利率 (按产品, %) .....	5
图 9: 公司营业收入构成 (按地区) .....	5
图 10: 公司毛利率 (按地区, %) .....	5
图 11: 公司减震器产品.....	6
图 12: 公司减震器产品更新迭代.....	7
图 13: 公司减震器业务营收及增速 (亿元) .....	8
图 14: 公司减震器销量及增速 (万套) .....	8
图 15: 公司减震器业务销售均价 (元) .....	9
图 16: 公司减震器毛利率走势 (%) .....	9
图 17: 汽车内饰价值量占比.....	9
图 18: 汽车饰件市场结构分布情况 (2021) .....	9
图 19: 全球汽车内饰市场格局 (不含座椅, 2023) .....	11
图 20: 全球主要内外饰企业营收 (亿元, 不含座椅, 2023) .....	11
图 21: 公司隔音内饰产品.....	12
图 22: 公司整车声学包解决方案.....	12
图 23: 公司内饰功能件营收及增速 (亿元) .....	12
图 24: 公司内饰功能件销量及增速 (万套) .....	12
图 25: 公司内饰功能件销售均价 (元) .....	13
图 26: 公司内饰功能件毛利率走势 (%) .....	13
图 27: 乘用车重量占比.....	14
图 28: 底盘各产品铝合金渗透率 (2020) .....	14
图 29: 北美地区单车平均用铝量变化 (磅) .....	15
图 30: 欧洲单车平均用铝量变化 (kg) .....	15
图 31: 国内新能源乘用车渗透率.....	15
图 32: 全球新能源汽车渗透率.....	15
图 33: 公司底盘轻量化发展历程.....	16
图 34: 公司底盘轻量化一站式解决方案.....	16
图 35: 公司轻量化“四大优化” .....	16
图 36: 公司轻量化六大工艺.....	16
图 37: 滑板底盘.....	18
图 38: 公司滑板底盘核心部件关联产品.....	18
图 39: 滑板底盘轻量化解决方案.....	18

图 40: 滑板底盘电动化、智能化解决方案	18
图 41: 7200T 压铸机生产的超大型结构件	19
图 42: 公司底盘系统营收及增速 (亿元)	19
图 43: 公司底盘系统销量及增速 (万套)	19
图 44: 公司底盘系统销售均价 (元)	20
图 45: 公司底盘系统毛利率走势 (%)	20
图 46: 公司线控底盘一站式解决方案	20
图 47: 公司线控底盘产品线	20
图 48: 公司制动产品进展	21
图 49: 公司 IBS2.0 产品	22
图 50: 公司 IBS 产品结构	22
图 51: EPS 结构	22
图 52: 不同类型 EPS	22
图 53: 公司前轮转向系统 (RWA)	23
图 54: 公司后轮转向系统 (RWS)	23
图 55: 公司手感模拟系统 (HWA)	23
图 56: 公司电调管柱	23
图 57: 全球空悬零部件主要参与企业	23
图 58: 公司闭式空气悬架系统	24
图 59: CDC 减震器	24
图 60: 公司空气悬架关键部件	24
图 61: 公司空悬系统配套方案	24
图 62: 公司转屏控制器	25
图 63: 公司智慧电动门系统	25
图 64: 公司座椅舒适系统-多轮廓调节	26
图 65: 公司座椅舒适系统-多轮廓调节	26
图 66: 公司座椅舒适系统-气动按摩	26
图 67: 公司座椅舒适系统关键部件	26
图 68: 公司汽车电子营收及增速 (亿元)	27
图 69: 公司汽车电子销量及增速 (万套)	27
图 70: 公司汽车电子销售均价 (元)	27
图 71: 公司汽车电子毛利率走势 (%)	27
图 72: 公司热管理模块布局 1	30
图 73: 公司热管理模块布局 2	30
图 74: 公司电子水阀产品序列	30
图 75: 特斯拉八通阀原理图	30
图 76: 公司热管理系统营收及增速 (亿元)	31
图 77: 公司热管理系统销量及增速 (万套)	31
图 78: 公司热管理系统销售均价 (元)	31
图 79: 公司热管理系统毛利率走势 (%)	31
图 80: 特斯拉人形机器人 Optimus 最新样机	33
图 81: 特斯拉人形机器人 Optimus 身体 28 个执行器	33

图 82: 旋转执行器 .....	33
图 83: 线性执行器 .....	33
图 84: 公司电驱系统产线 1 .....	34
图 85: 公司电驱系统产线 2 .....	34
图 86: 公司营业收入 (亿元) 及增长率 .....	34
图 87: 公司归母净利润 (亿元) 及增长率 .....	34
图 88: 公司毛利率 (%) .....	35
图 89: 公司净利率 (%) .....	35
图 90: 可比公司毛利率比较 (%) .....	35
图 91: 可比公司净利率比较 (%) .....	35
图 92: 可比公司 ROE 比较 (%) .....	35
图 93: 可比公司总资产周转率比较 .....	35
图 94: 可比公司资产负债率比较 (%) .....	36
图 95: 可比公司流动比率比较 .....	36
图 96: 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率 (%) .....	36
图 97: 公司管理费用 (亿元) 及管理费用率 (%) .....	36
图 98: 公司研发费用 (亿元) 及研发费用率 (%) .....	37
图 99: 公司财务费用 (亿元) 及财务费用率 (%) .....	37

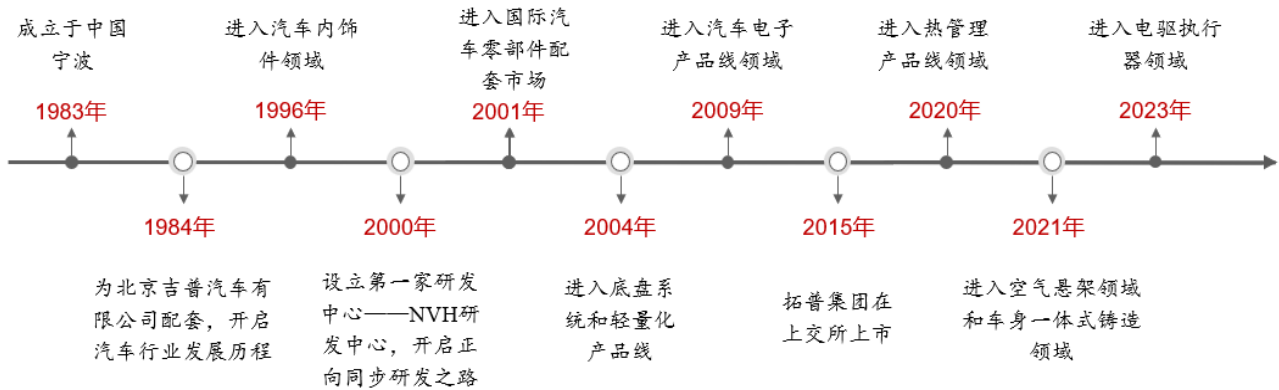
## 表 目 录

表 1: 公司产品示意图 .....	1
表 2: 减震器市场规模测算 .....	7
表 3: 减震器产品行业竞争格局 .....	7
表 4: 汽车主要内饰件及单车价值量 .....	10
表 5: 内饰件市场规模测算 .....	10
表 6: 全球内外饰行业主要公司 .....	11
表 7: 汽车底盘系统的子系统 .....	13
表 8: 2020 年来公司募集资金投资于底盘系统项目情况 .....	17
表 9: 线控底盘市场规模测算 .....	25
表 10: 热管理系统组成 .....	27
表 11: 传统热管理与新能源热管理单车价格对比 .....	28
表 12: 国内新能源汽车热管理系统市场规模测算 .....	29
表 13: Tesla 的热管理系统集成度变化 .....	29
表 14: 公司拟募集资金投资于热管理系统项目情况 .....	31
表 15: 各厂商人形机器人汇总 .....	32
表 16: 分业务收入及毛利率 .....	37
表 17: 可比公司估值 (截止 2024.6.3 收盘) .....	38
附表: 财务预测与估值 .....	40

# 1 公司概况：深耕汽车零部件近四十年的优质龙头

宁波拓普集团股份有限公司创立于 1983 年，是深耕汽车零部件领域四十年的优质龙头和模块化供应商，2015 年在上交所挂牌上市，主要产品有汽车 NVH 减震系统、汽车内外饰系统、车身轻量化、底盘系统、智能座舱部件、热管理系统、空气悬架系统和智能驾驶系统等。1984 年公司作为国内首家合资汽车厂北京吉普配套，开启汽车行业发展历程。随后公司抓住一汽大众、上海通用零部件国产化的机遇，在 2008 年次贷危机切入北美通用和克莱斯勒等业务，并于 2016 年进入特斯拉供货体系。公司分别于 2004 年、2009 年、2020 年、2021 年、2023 年布局底盘系统和轻量化、汽车电子、热管理、空气悬架和车身一体式铸造、执行器领域。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 1：公司产品示意图

板块	产品	构成或功能	示意图
汽车 NVH 减震系统	动力总成悬置	连接动力总成和底盘的弹性元件，支撑动力总成	
	衬套	车身与底盘或悬架系统之间的弹性连接件	
	橡胶金属件	底盘或悬架系统的弹性元件，起缓冲、防震作用	
	曲轴扭转减振器	发动机前端附件系统的重要零件之一	
	铝压铸	连接、传递传动轴的扭矩，减少传动轴扭矩冲击	
内外饰系统	减震器	抑制弹簧吸震后反弹时的震荡，来自路面的冲击	
	内饰系统	包括顶棚、地毯、脚垫、衣帽架、行李箱、内饰板等	
	外饰系统	包括轮罩、底护板、前保发泡吸能块、隔音垫、电池罩、防风噪泡棉、保险杠防撞条等	
	隔音系统	包括发动机隔音垫，前围隔音垫，前卫内隔音垫，后排座椅隔音垫，备胎池隔音垫，轮罩内隔音垫，电机罩隔音垫等	
车身轻量化	密封系统	包括车门密封条、前后盖密封条、车窗密封条、玻璃导槽、水切密封条、三角窗密封条等	
	一体式铸造	主要是一体化压铸后轮，使得整车减重约 10%，提升续航能力，具有更强的整体刚性。	

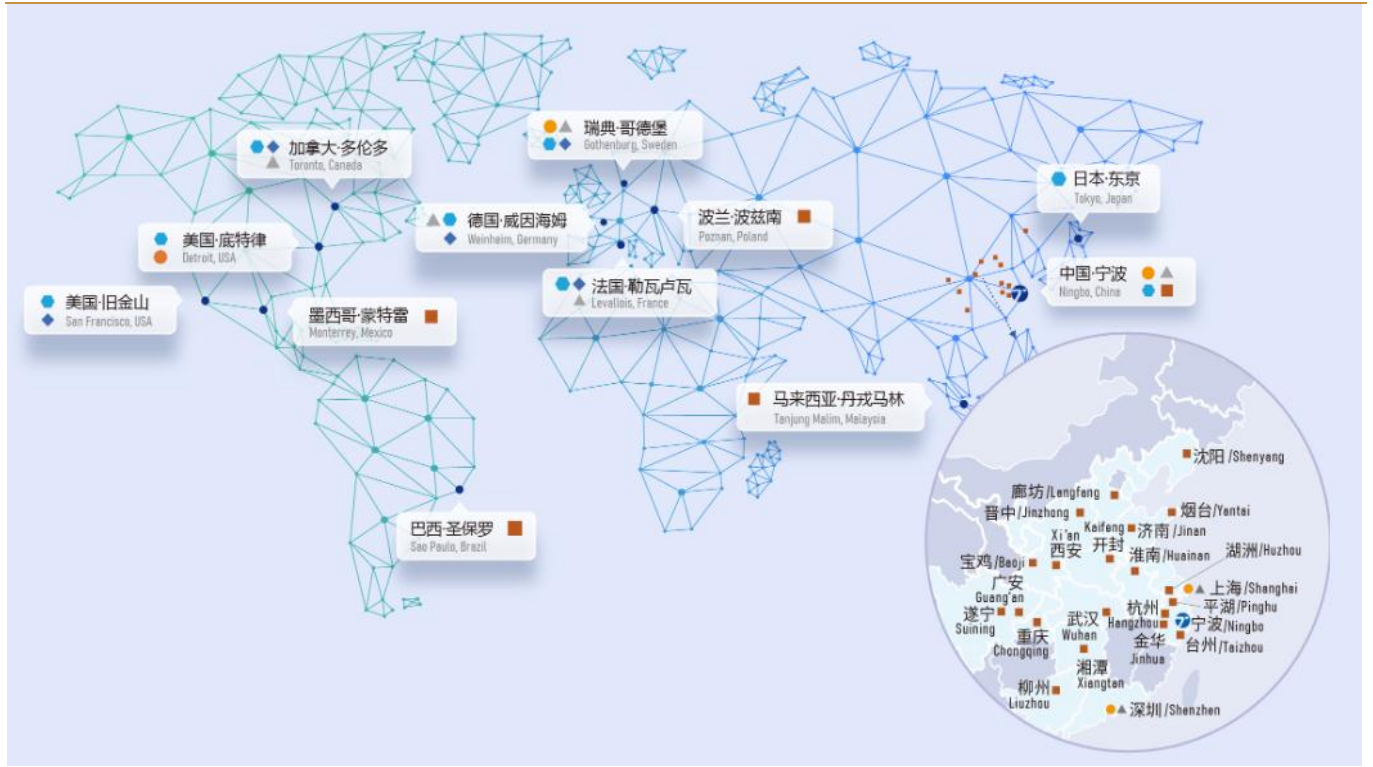


板块	产品	构成或功能	示意图
	轻量化结构件	包括减震塔、电池壳、轮罩、D柱、纵梁等	
底盘系统	副车架	悬挂连接部件与车身间的装置，阻隔振动和噪声	
	悬架系统	包括 H 臂、控制臂、转向节、摆臂	
热管理系统	分布式热管理	包括液冷冷凝器、制冷剂侧阀板、冷却液侧歧管、七通电子水阀、电子水泵	
	集成式热管理	包括热管理集成模块、热管理冷却液侧集成模块	
智能座舱部件	座舱舒适系统	包括座椅控制器、二向腰托、按摩&气袋腰托	
	智能门驱系统	包括大屏智能驱动机构、智动侧门控制器、智能驱动器、电动尾门系统（控制器、三厢车撑杆）	
空气悬架系统	空气悬架系统	包括集成式空气供给单元、空气弹簧、高度传感器等	
智能驾驶系统	智能刹车系统	包括电子真空泵、制动真空开关、电子稳定控制系统等	
	智能转向系统	包括管柱助力式、单小齿轮助力式、双小齿轮助力式、带传动助力式、后轮转向、线控转向系统、电动四向调节管柱等	
执行器	执行器	包括机械臂系统、电驱执行器等	

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司拥有领先的技术研发能力和供应能力。公司已在北美、欧洲、上海、深圳、宁波等地设立研发中心，更好服务全球客户。目前公司在全球有 50 余家子公司，70 余家制造工厂，同时公司在北美、欧洲设立海外仓储物流中心。凭借领先的技术研发、制造能力、物流体系、高质量管理水平，公司已经成为奥迪、宝马、斯特兰蒂斯、通用、福特、奔驰、保时捷、大众、RIVIAN、LUCID 等国外主流车厂和吉利、高合、理想、蔚来、小鹏等国内主流整车制造商的全球合作伙伴，并先后参与了上汽、通用、特斯拉、菲亚特-克莱斯勒、宝马、奥迪、一汽、长安福特、长安、吉利、比亚迪、奇瑞等整车制造商的同步研发。

图 2：公司全球布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：公司主要客户

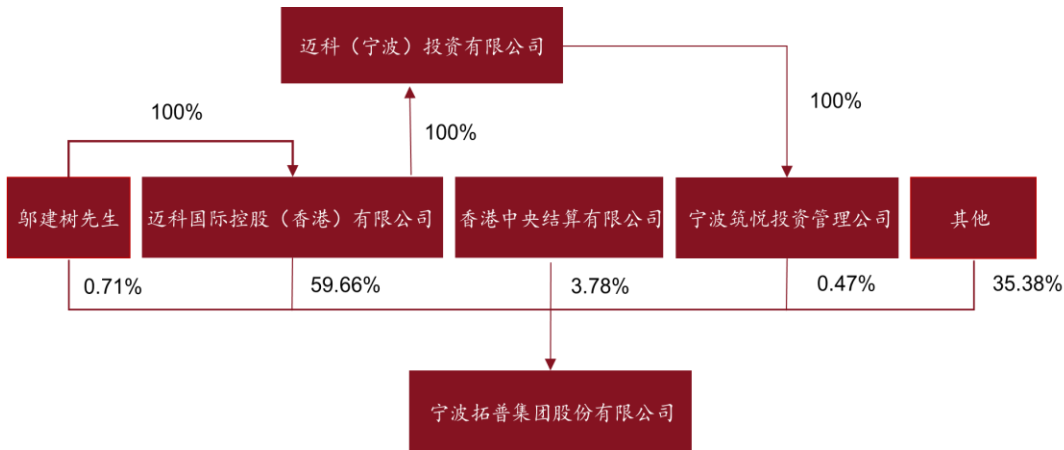


数据来源：公司官网，西南证券整理



公司股权比例集中，决策相对稳健。截至 2024Q1，迈科国际控股（香港）有限公司持有公司 59.66% 股份，为公司的控股股东。邬建树先生通过迈科香港、筑悦投资（迈科香港全资孙公司、一致行动人）合计直接或间接持有公司 60.37% 股份，为公司的实际控制人。公司的股权比较集中，注重长远利益，重大决策相对稳健，能够确保公司长期经营稳定。

图 4：公司股权结构（截至 2024Q1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

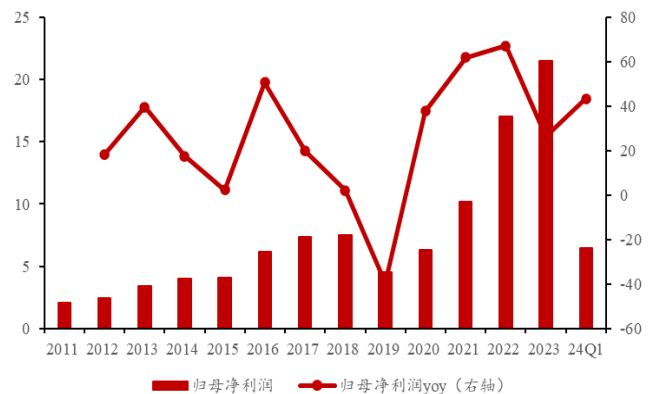
公司业绩增长较快。2020-2023 年公司营业收入 CAGR 达 38.5%，归母净利润 CAGR 达 47.4%，保持快速增长。2021 年公司营收和归母净利润同比分别+76%/+62%，主要得益于疫情缓解、车市复苏，叠加公司与战略客户推行的 Tier0.5 级合作模式取得示范性成功，单车配套价值提升，订单金额大幅增长。2022 年公司营收和归母净利润同比分别+40%/+67%，Tier0.5 级合作模式持续推进，与国内外客户合作进展迅速。2023 年公司营收和归母净利润同比分别+28%/+26%，受益于公司在新能源汽车产业的广阔产品线、系统研发能力及创新型商业模式等因素的积极影响，持续提升运营效率及经营绩效。

图 5：公司营业收入（亿元）及增速（%）



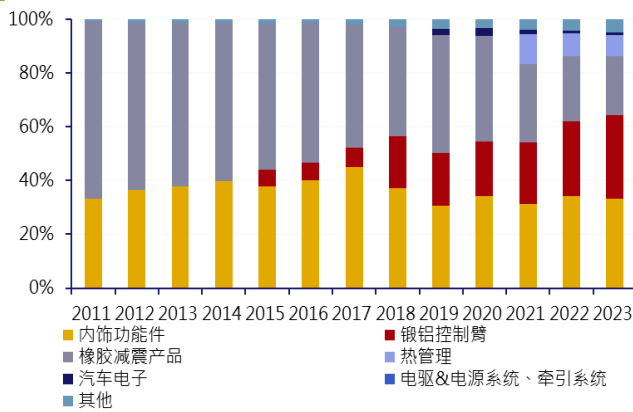
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司归母净利润（亿元）及增速（%）

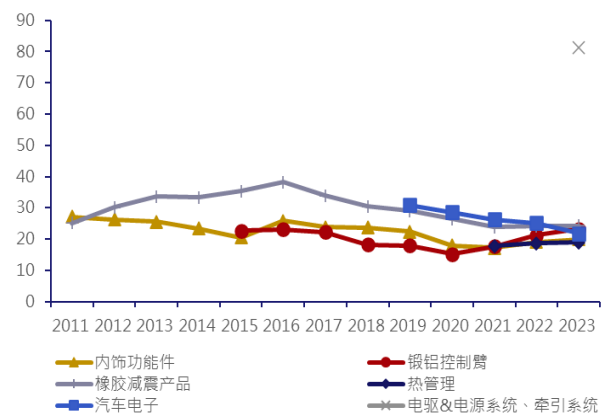


数据来源：公司公告，西南证券整理

从产品结构来看，公司产品类型不断丰富。2015 年以前公司收入主要来自内饰功能件和橡胶减震产品，二者合计占比超过 90%。15 年后，公司逐步拓宽业务范围，截至 2023 年，内饰功能件和橡胶减震产品分别占营业收入的 33%、22%。在汽车轻量化背景下，锻铝控制臂业务持续放量，18 年占营业收入比重为 19.5%，同比+12.3pp，23 年占比 31%，连续第二年超过橡胶减震产品成为第二大业务，仅次于内饰功能件业务。2019 年起汽车电子开始贡献收入，23 年实现营收占比 0.9%。2021 年起热管理系统开始贡献收入，23 年占营业收入比重为 7.9%，成为公司新的增长点。23 年驱动执行器业务首次贡献收入。

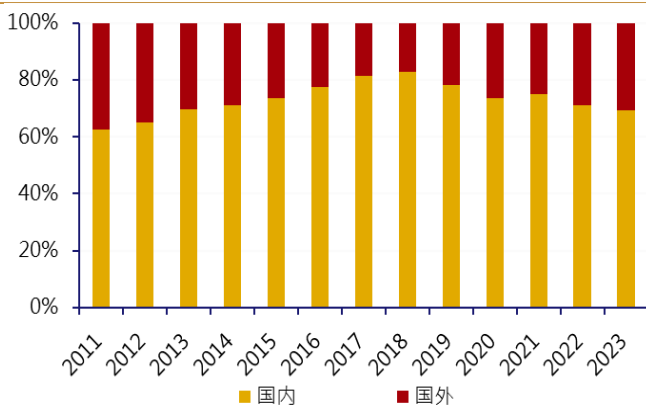
**图 7：公司营业收入构成（按产品）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

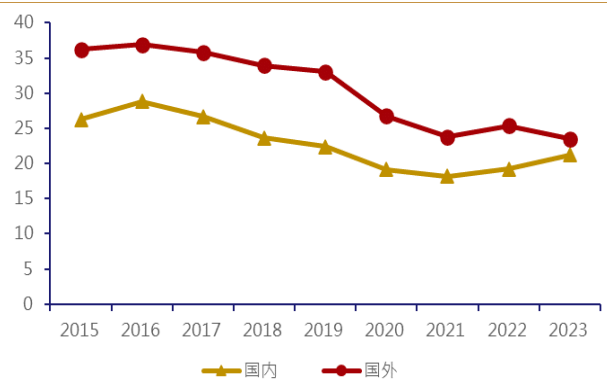
**图 8：公司毛利率（按产品，%）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

从地区来看，国内市场仍是公司主要收入来源，常年保持在 60% 以上水平，但海外占比近年来不断提升。2020-2023 年国内营收 CAGR 为 33.9%，国外为 50.2%。2023 年国外业务占比 29.3%，同比+1.5pp，海外业务不断拓展，公司全球化布局加快。由于海外供应商价格相对较高，海外市场客户对产品定价的接受度也更高，故公司海外毛利率整体高于国内，但与国内毛利差距已在逐渐缩小，国内盈利能力不断提升。

**图 9：公司营业收入构成（按地区）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：公司毛利率（按地区，%）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 公司分析：前瞻布局巩固多重业务护城河

### 2.1 减震器：传统业务位居行业高位，龙头地位稳固

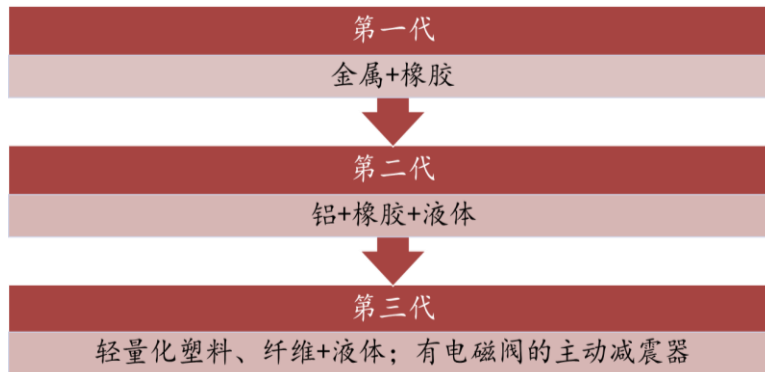
公司深耕 NVH 减震领域，是行业领先企业。橡胶减震产品属于汽车 NVH 零部件，NVH 指 Noise（噪音）、Vibration（振动）、Harshness（声音粗糙度）。车内的振动主要来自动力总成振动、路面振动等，橡胶减震产品广泛分布于汽车的各个部位，品种丰富，规格繁杂，涉及上万个不同规格的产品，因此 NVH 是一个系统性工程。公司深耕 NVH 减震领域，减震产品主要包括动力总成支承、驱动电机减震器、筒减支承、扭转减震器、副车架支承、液压衬套等。在上市之初，公司的生产设备总体就已达到国际先进水平，满足了国内外整车制造商大批量配套的要求。在橡胶减震产品生产过程中，公司自主研发了橡胶配方和密炼全自动控制技术等核心技术。凭借在减震器领域的技术保障，2015 年公司获得了首个全球项目-通用全球平台 E2XX 项目的量产，标志着公司的同步研发能力和全球供货能力得到了国际认可，使公司真正成为全球供应商，步入了更加广阔的市场空间。

图 11：公司减震器产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

顺应市场需求，减震器持续更新迭代。公司减震器产品从第一代的金属+橡胶构成，到第二代的铝+橡胶+液体，再到第三代的轻量化塑料、纤维+液体，以及进行有电磁阀的主动减震器前瞻研发。随着汽车行业升级，减震器智能化、舒适化的需求提升，自适应可调减震器、复合型减振器、智能减振器、电磁流减振器等成为行业发展趋势，同时，在汽车轻量化的不断推进下，减震器向着重量更轻、体积更小、性能更高的半主动/主动方向演进。

**图 12：公司减震器产品更新迭代**


数据来源：投资者活动关系记录表，西南证券整理

25 年我国 NVH 减震器市场规模达 223 亿元，全球达 564 亿元。假设：(1) 24-25 年我国乘用车销量增速分别为 5%/3%；(2) NVH 减震器单车价值每年增长 5%；(3) 全球乘用车销量每年增长 3%。基于上述假设，预计 2025 年国内乘用车 NVH 减震器市场规模达 223 亿元，全球规模达 564 亿元。

**表 2：减震器市场规模测算**

	2021	2022	2023	2024E	2025E
减震器单车价值量（元）	650.78	683.32	717.48	753.36	791.02
我国乘用车销量（万辆）	2148.20	2356.30	2606.30	2736.62	2818.71
我国减震器市场空间（亿元）	139.80	161.01	187.00	206.16	222.97
全球乘用车销量（万辆）	5864.46	6527.23	6723.05	6924.74	7132.48
全球减震器市场空间（亿元）	381.65	446.02	482.37	521.68	564.20

数据来源：中汽协，华经产业研究院，西南证券整理（22、23 年单车价值量为测算数据）

公司的龙头地位稳固，市占率居前。NVH 减震器的生产材料包括橡胶、金属钢材、合成金属、胶粘剂、阻尼介质及涂料等。从市场格局来看，汽车 NVH 减震器行业较为分散，行业市场化程度高、竞争充分，全球主要厂商主要包括住友理工、欧拓、拓普集团、3M 等，国内主要厂商包括拓普集团、正裕工业、中鼎股份、凯众股份、渤海汽车等。根据中国汽车工业协会数据显示，2021 年公司减震器在国内市场排名第一，在全球市场排名第二。

**表 3：减震器产品行业竞争格局**

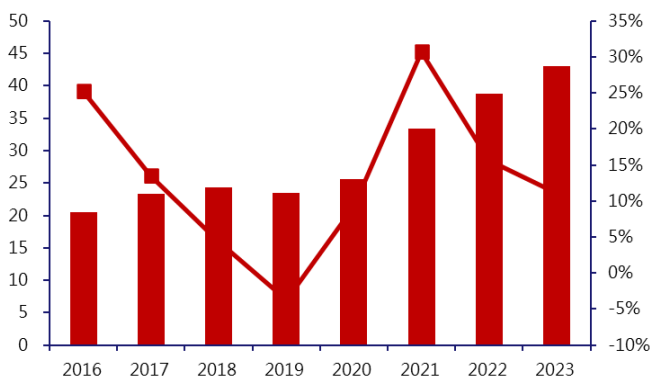
企业性质	企业名称	说明	主要配套车企
内资	宁波拓普集团	-	吉利、赛力斯、特斯拉、上汽通用、比亚迪、通用集团、极氪等
	安徽中鼎股份	-	大众、通用、克莱斯勒、现代、神龙、海马、长城、江淮、奇瑞等
	浙江正裕工业	-	美国 ADVANCE、天纳克（TENNECO）、采埃孚（ZF）集团、美国 AutoZone
	上海凯众材料科技	-	长安、大众、比亚迪、奇瑞、上汽、吉利等
	宁海建新橡塑	-	一汽大众、上海大众、沈阳金杯通用、神龙富康等

企业性质	企业名称	说明	主要配套车企
	十堰东森汽车密封件	东风汽车公司下属东风实业的一家专业生产汽车橡胶模压制品的全资子公司	东风、长城、神龙、奇瑞、北汽等
	骆氏(上海)汽车减震系统	浙江骆氏实业的全资子公司	一汽大众、上海大众、一汽集团、一汽丰田、金杯通用、华晨汽车、奇瑞等
合资	东海橡塑(天津)	日本东海橡胶工业、日本三井物产、天津汽车工业(集团)、天津环宇橡塑制品厂共同出资成立	丰田、本田、日产等日系整车制造商
外资	亚新科零部件(安徽)	亚新科工业技术有限公司在中国投资的外商独资企业	博世、日立、松下、三菱、德尔福、Dana、Honeywell、DRA、Maytag等
	无锡沃可通用工程橡胶	德国沃可集团公司在中国的独资企业	一汽大众、上海大众等
	无锡雀来宝减震器	瑞典雀来宝在中国的独资企业	上海大众、上海通用、长安福特、一汽大众、神龙、江淮、北京现代、奇瑞等

数据来源：公司公告，西南证券整理

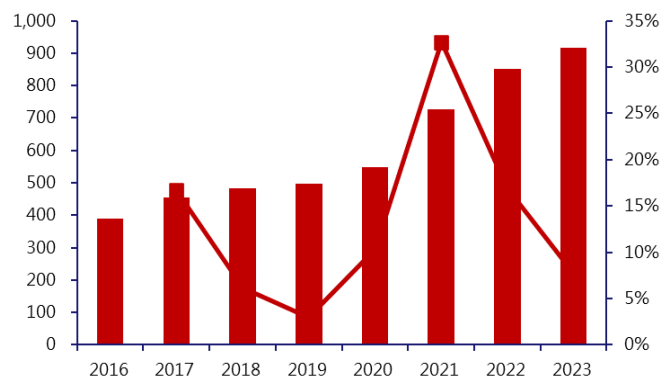
**营收稳健增长，销量不断提升。**减震器作为公司的传统核心产品，持续拓展下游优质客户需求，近年来销量保持增长，23年减震器销售916.65万套，同比+7.7%，20-23年销量CAGR达16.5%。23年减震器实现营收42.99亿元，同比+11%，占比21.8%，同比-2.4pp，是公司第三大业务；平均单价469元/件，同比+3.1%，20-23年营收CAGR为16.4%，除2019年受行业景气度不佳导致营收增速放缓外，减震器业务实现稳步增长，21年营收大幅提升主要来自特斯拉、比亚迪等客户放量。盈利能力方面，2021年以来减震器毛利率逐渐企稳，23年为24.3%，同比+0.2pp。

图 13：公司减震器业务营收及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

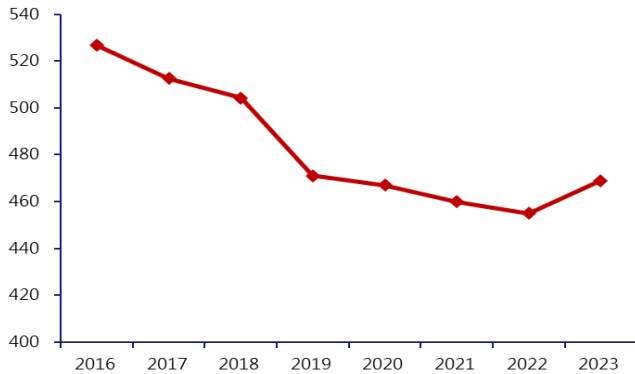
图 14：公司减震器销量及增速（万套）



数据来源：公司公告，西南证券整理

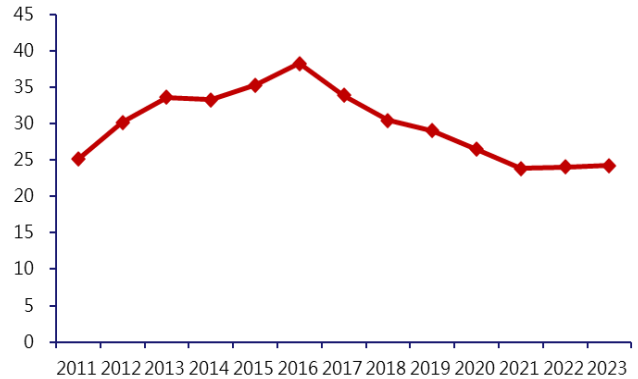


图 15: 公司减震器业务销售均价 (元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 公司减震器毛利率走势 (%)

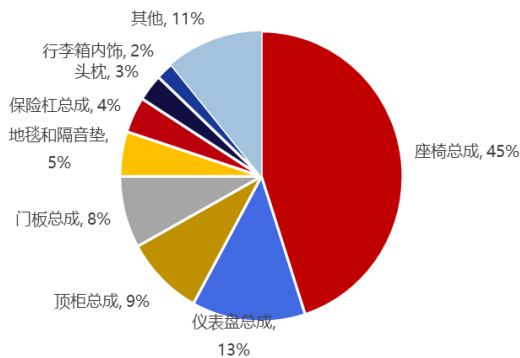


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2.2 内饰件: 不断拓宽产品线, 单车价值持续提升

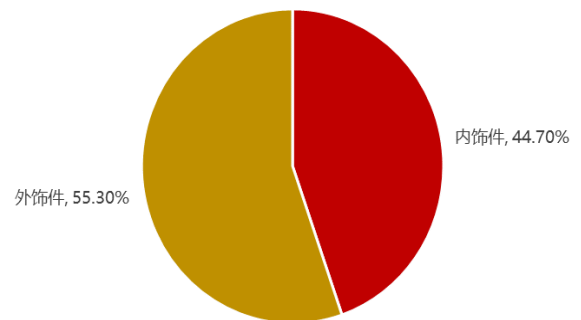
消费升级带来汽车内饰行业规模增长。汽车一般由动力总成、底盘系统、车身系统和电气设备四大系统组成, 其中内外饰件是车身系统的重要组成部分。汽车内饰品类繁多, 其中座椅总成在内饰价值量中占比最高, 达 45%, 此外仪表盘总成、顶柜总成、门板总成占比分别在 10% 左右, 剩下包括地毯和隔音垫、头枕、行李箱内饰等, 单车价值超万元。随着汽车消费结构升级, 消费者在购买汽车时愈发关注驾乘的舒适性, 汽车内饰也逐步升级, 不再停留在过去传统、机械的层面, 而向高度舒适化、集成化、智能化的方向演进, 愈发改善驾乘体验, 单车价值也不断提升。

图 17: 汽车内饰价值量占比



数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

图 18: 汽车饰件市场结构分布情况 (2021)



数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

**表 4：汽车主要内饰件及单车价值量**

产品名称	估算单价（元）	单价配套数	平均单车配套价值量（元）
仪表板总成	700	1	700
门内护板	225	4	900
方向盘	900	1	900
顶棚	80	1	80
遮阳板	65	2	130
立柱护板	66	6	330
立柱	9	6	54
流水槽盖板总成	75	1	75
衣帽架	130	1	130
行李箱内饰	175	1	175
储物盒	55	2	110
备胎盖	125	1	125
地毯和隔音垫	400	1	400
座椅总成	3000-10000	1	6000
<b>合计</b>		<b>10109</b>	

数据来源：头豹研究院，西南证券整理

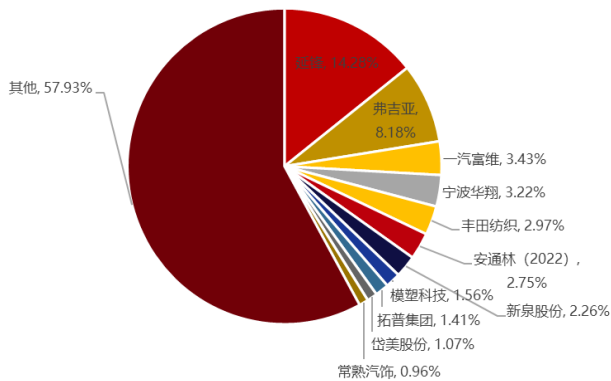
**25 年我国汽车内饰行业规模超 3000 亿元。**假设：（1）24-25 年我国乘用车销量增速分别为 5%/3%；（2）随着消费升级，座椅单价每年增长 2%，其余产品单价持平；（3）全球乘用车销量每年增长 3%。基于上述假设，预计 2025 年国内乘用车内饰件市场规模达 3063 亿元，全球规模达 7750 亿元。

**表 5：内饰件市场规模测算**

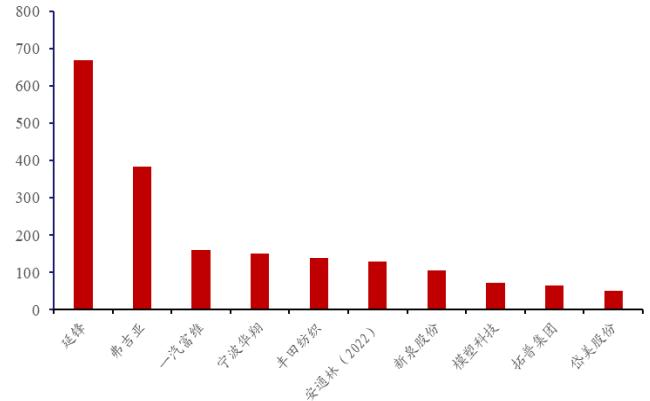
	2021	2022	2023	2024E	2025E
内饰件单车价值量（元）	10351.4	10476.25	10603.59	10733.48	10866
其中：座椅单价（元）	6242.4	6367.25	6494.59	6624.48	6756.97
其他内饰件单价（元）	4109	4109	4109	4109	4109
我国乘用车销量（万辆）	2148.20	2356.30	2606.30	2736.62	2818.71
我国内饰件市场空间（亿元）	2223.69	2468.52	2763.61	2937.34	3062.81
全球乘用车销量（万辆）	5864.46	6527.23	6723.05	6924.74	7132.48
全球内饰件市场空间（亿元）	6070.54	6838.09	7128.85	7432.66	7750.14

数据来源：中汽协，头豹研究院，西南证券整理

**汽车内饰行业集中度较低。**汽车内外饰件的制造工艺多样，根据不同产品的特性通常会选用不同类型的成型加工方式，主要包括注塑、压塑、层压、挤塑、吹塑、发泡、吸塑和搪塑等，汽车内饰技术品类较多、工艺壁垒相对较低、盈利水平低等特点共同造就了集中度较低的行业竞争格局。全球主要内饰企业包括延锋、佛吉亚、一汽富维、宁波华翔、现代摩比斯、丰田纺织、安通林等企业，根据我们测算，CR3 为 25.9%，其中延锋占比 14.3%，排名第一。国内内饰企业数量众多，很多公司规模相对较小。但随着自主品牌汽车企业崛起，国内内饰企业通过本土化配套迎来崭新的发展机会。

**图 19: 全球汽车内饰市场格局 (不含座椅, 2023)**


数据来源: Marklines, 各公司公告, 西南证券整理

**图 20: 全球主要内外饰企业营收 (亿元, 不含座椅, 2023)**


数据来源: Marklines, 各公司公告, 西南证券整理

**表 6: 全球内外饰行业主要公司**

企业性质	企业名称	主要内外饰产品	主要配套车企
内资	一汽富维	座椅、仪表板、门板、座椅骨架、保险杠、格栅、后视镜、汽车滤清器、汽车照明装置、车轮总成等	一汽解放、一汽轿车、一汽-大众、一汽客车、一汽丰田、吉林汽车、奔驰、宝马、沃尔沃、济南重汽等
	宁波华翔	装饰条、主副仪表板、门板、立柱、后视镜等	大众、宝马、奔驰、奥迪、通用、福特、丰田、沃尔沃、上汽、一汽、长城
	新泉股份	门内护板总成、仪表板总成、顶柜总成、保险杠总成	上海大众、一汽大众、上海汽车、吉利、奇瑞、北汽等
	岱美股份	遮阳板、头枕、顶棚	特斯拉、通用、福特、克莱斯勒、大众、标致雪铁龙等
	继峰股份	座椅、头枕、扶手、中控系统、隐藏式电动出风口	蔚来、奥迪、比亚迪、一汽大众等
外资/合资	常熟汽饰	门内护板总成、仪表板总成、行李箱内饰总成、衣帽架总成、天窗遮阳板	一汽大众、上海通用、奇瑞、北京奔驰、东风神龙、上海汽车、上海大众等
	佛吉亚	座椅、仪表板、中控台、行李架、照明等	一汽大众、上海大众、神龙、东风日产、长安福特、奇瑞等
	李尔	座椅	奥迪、宝马、大众、通用、福特、保时捷、斯柯达、日产、比亚迪、长安等
	麦格纳	遮阳板、外饰、座椅	宝马、奔驰、捷豹等

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司具备环保性、研发能力、本地化三大优势。**公司的内外饰产品主要包括汽车门板、顶棚、主地毯、衣帽架、隔音隔热件、行李箱隔音件等隔声降噪产品, 以及密封条、装饰条等外饰类产品。车内的噪音主要来自动力总成噪音、底盘噪音、轮胎路面噪音、风扇噪音等, 隔音降噪也属于 NVH 系统工程的一部分。随着汽车行业电动化、智能化、网联化的发展, 车内功能不断丰富, 配置持续升级, 车辆 NVH 性能要求也逐渐提高。与燃油车相比, 新能源汽车动力系统、底盘系统、电子电气控制系统等都有了很大变化, 路噪、风噪及异响等问题差异对 NVH 系统设计带来新挑战, 需要重新设计车内声学平衡。公司提供从材料级、零件级到整车级的整车声学包解决方案, 通过密封、隔音、吸音等产品对三电总成及轮胎噪声、风噪等进行综合治理。

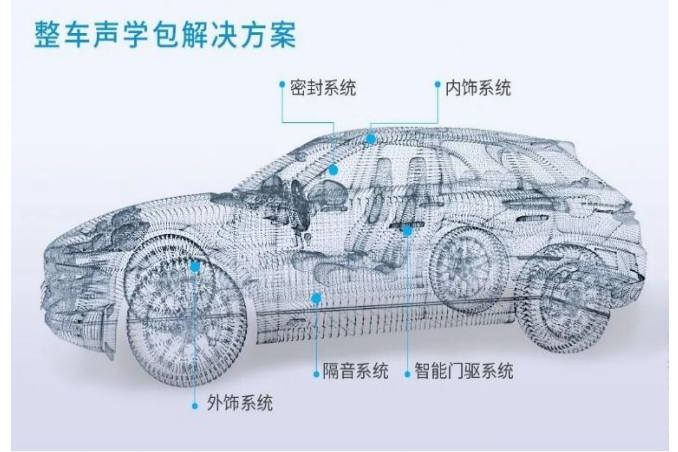
公司秉承绿色环保的理念，开展内饰功能件的研发与设计，从纤维、纺织到成型、组装等，实现了全产业链一体化整合，具备成本竞争优势。同时公司掌握了 VOC 环保原材料核心技术，实现车内 VOC 排放的有效控制，并不断提高自产环保纤维的覆盖率，以此拓展了本田等日系业务。同时，公司自 2015 年以来便与具备 150 年历的史老牌针织材料汽车零部件供应商德国博格思在内饰功能件领域进行合资，主要为奔驰、宝马等客户配套，合资公司业务发展迅速，扩大了公司在中高端车型的市场份额。

图 21：公司隔音内饰产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

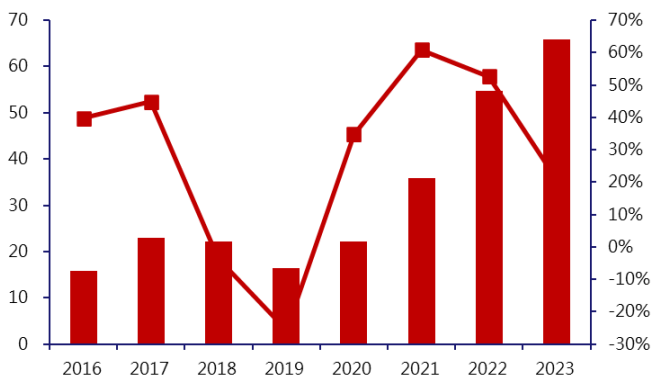
图 22：公司整车声学包解决方案



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

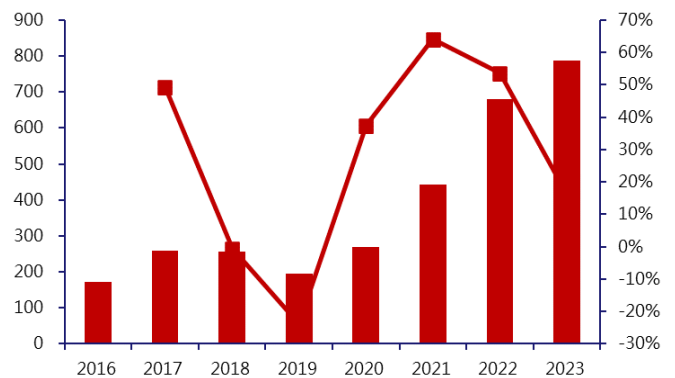
内饰业务快速增长，关键客户放量。受行业下行影响，公司的内饰功能件业务营收、销量在 2019 年经历了双重低谷，公司原先配套车型以通用五菱等燃油车为主，2021 年销量同比增长 64.07%，主要系特斯拉、比亚迪等客户放量所致。23 年内外饰件销售 786.66 万套，同比+15.8%，20-23 年销量 CAGR 达 41.5%。23 年内外饰实现营收 65.77 亿元，同比+20.4%，占比 33.4%，同比-0.8pp，但仍然是公司第一大业务；平均单价 836 元/件，同比+4%，20-23 年营收 CAGR 为 41.3%。21 年以来毛利率逐渐企稳，23 年内饰功能件业务毛利率为 19.97%，同比+0.9pp。

图 23：公司内饰功能件营收及增速（亿元）

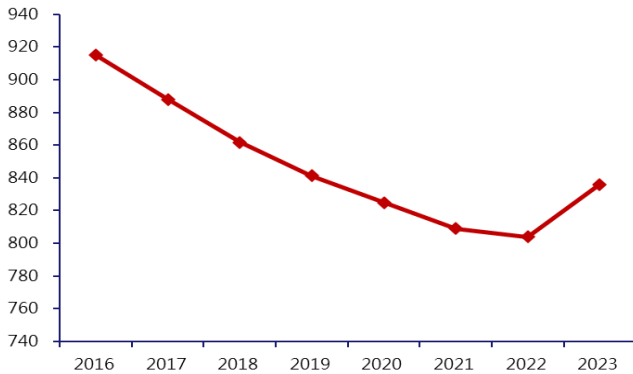


数据来源：公司公告，西南证券整理

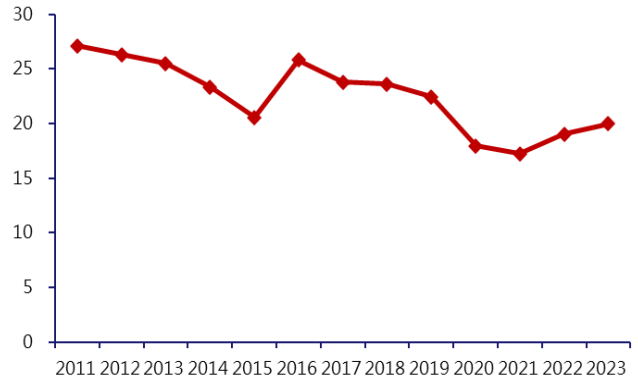
图 24：公司内饰功能件销量及增速（万套）



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 25: 公司内饰功能件销售均价 (元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

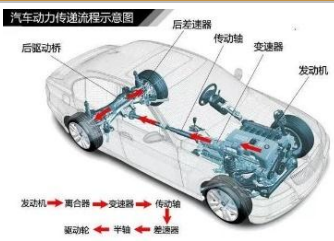
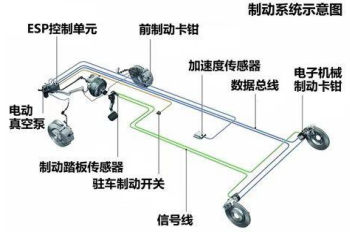
**图 26: 公司内饰功能件毛利率走势 (%)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理


## 2.3 轻量化: 内生外延并举, 率先抢占蓝海市场

汽车的底盘系统是汽车的基础性架构, 主要包括副车架、悬架、转向节等产品, 一般由钢材、铝锭等金属原材料加工而成, 是支撑车身、发动机和设备的载体, 主要承担汽车转向、悬架、行驶和制动的相关作用。底盘系统决定着汽车的操控稳定性等核心性能指标, 具备较高的技术壁垒及资金门槛, 整车厂商对底盘系统零部件供应商的集成化方案供应能力以及联合研发实力要求较高。从产品工艺区分, 底盘系统零部件融合了冲压、高压铸造、真空铸造、低压铸造、差压铸造、锻造等多种工艺, 近年来底盘系统产品还融入更多电子技术及控制技术。

**表 7: 汽车底盘系统的子系统**

系统名称	组成部分	功能	示意图
传动系统	离合器、变速器、万向传动装置、主减速器、差速器、半轴等	将汽车发动机所发出的动力传递到驱动车轮	 <p>汽车动力传递流程示意图</p> <p>发动机 → 离合器 → 变速器 → 传动轴 → 后驱动桥 → 后差速器 → 驱动轴 → 变速器 → 发动机</p> <p>驱动轴 → 半轴 → 差速器</p>
行驶系统	车架、车桥、车轮、悬架	保持行驶的平顺性和操纵稳定性	
制动系统	行车制动、驻车制动	使汽车减速、停车、驻车	 <p>制动系统示意图</p> <p>ESP控制单元, 前制动卡钳, 加速度传感器, 数据总线, 电子机械制动卡钳, 制动踏板传感器, 驻车制动开关, 信号线, 电动真空泵</p>



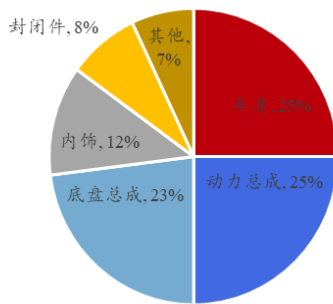
系统名称	组成部分	功能	示意图
转向系统	操纵机构、转向器、转向传动机构等	控制汽车的行驶方向	 <p>液压助力转向系统构造图</p> <p>图中展示了转向系统的各个部件，包括：转向助力泵、储油罐、转向柱、转向传动轴、横拉杆、球头、回油管、动力缸、转向器、转向节、转向节臂、转向节衬套、转向节轴承、转向节螺栓、转向节螺母、转向节垫圈、转向节垫片、转向节衬套、转向节轴承、转向节螺栓、转向节螺母、转向节垫圈、转向节垫片。</p>

数据来源：汽车之家，西南证券整理

### 2.3.1 节能减排政策和电动化加速驱动底盘系统向轻量化方向演变

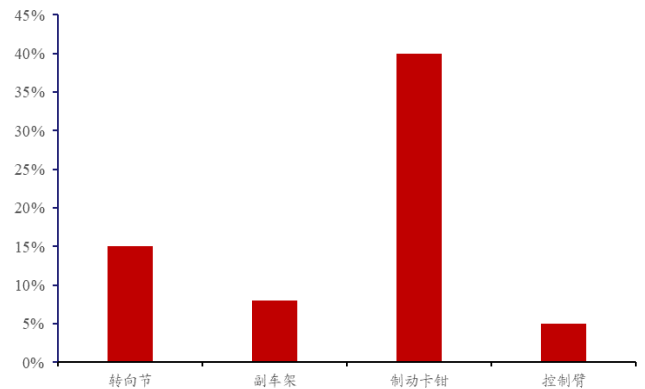
**轻量化是汽车行业发展方向。**汽车的轻量化是指化通过使用轻量化材料(如:高强度钢、铝或镁合金、碳纤维及高分子复合材料等)在保证汽车的强度和安全性能的前提下,尽可能地降低汽车的整备质量,从而提高汽车的动力性及续航里程,减少燃油或电能消耗,可以有效减少汽车产业带来的碳排放。在整车重量中,底盘总成占比为 27%,因此底盘是整车轻量化的重要组成部分。

图 27: 乘用车重量占比



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 28: 底盘各产品铝合金渗透率 (2020)

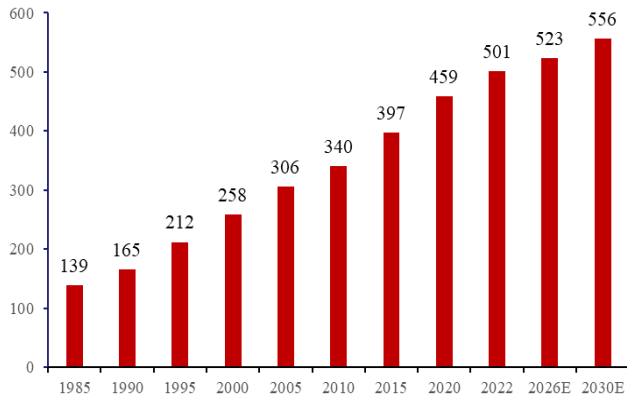


数据来源：盖世汽车，西南证券整理

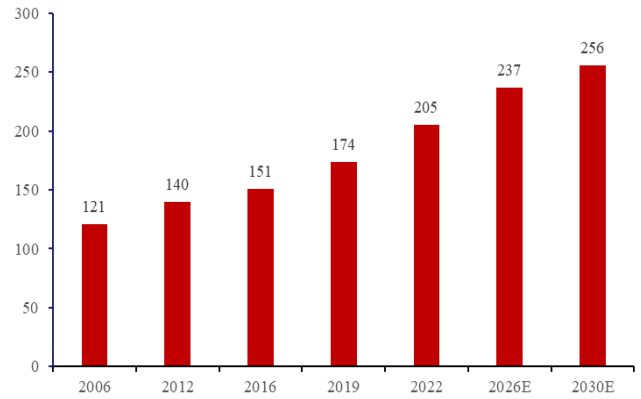
**铝合金是现阶段最佳的轻量化材料。**根据测算,汽车重量每降低 100kg,燃油车每公里可以节约 0.5L 燃油,在汽油车减重 10%与 20%的情况下,能效分别提升 3.3%与 5%。新能源汽车减重对于能效提升更加显著,电动车减重 10%与 20%的情况下,能效分别提升 6.3%与 9.5%。铝合金部件是汽车轻量化的首选材料,原因包括:(1)比强度高(材料的强度即断开时单位面积所受的力除以密度,又被称为强度重量比,单位是  $(N/m^2)/(kg/m^3)$  或  $N \cdot m/kg$ )。铝的密度约为钢的 1/3,比强度比高强度钢高 50%,每 1kg 铝可取代 2kg 钢材,并节约 3.1 加仑石油。(2)性价比高。铝合金价格尽管比钢高 150%,但远低于碳纤维复合材料。镁合金价格尽管和铝合金相近,但不如铝合金耐腐蚀,难以在汽车行业大规模应用。综合来看,铝合金是现阶段最佳的轻量化材料。

**国内外铝合金用量差距较大。**根据 Ducker 统计,在北美地区,平均每辆汽车的用铝量从 1975 年的 84 磅(约合 38kg)持续不间断的增长至 2022 年的 501 磅(约合 225kg),并预计到 2030 年,该数字将会达到 556 磅(约合 250kg)。根据欧洲铝业协会数据,欧洲汽车中铝的平均使用量从 2019 年的 174kg 增加到 2022 年的 205kg,增长了 18%,预计 2026 年将增加到 237kg,2030 年将达到 256kg。据《中国汽车工业用铝量评估报告(2016-2030)》

测算，2020 年我国乘用车单车用铝量为 138.6 千克，与欧美差距较大，根据节能与新能源汽车技术路线图，未来我国将大力推进铝合金在汽车上的应用，单车铝用量目标为 2025 年 250kg，2030 年 350kg，增长空间很大。

**图 29：北美地区单车平均用铝量变化（磅）**


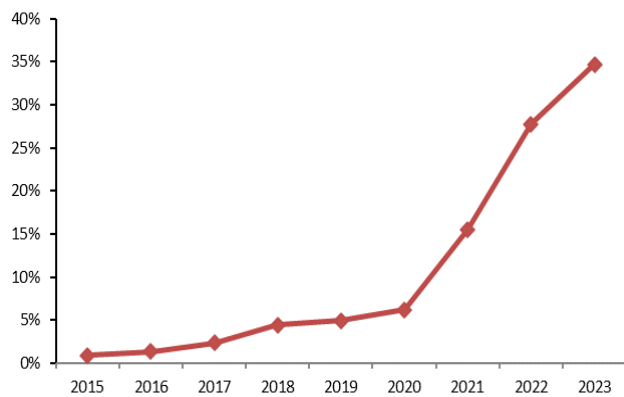
数据来源：Ducker，西南证券整理

**图 30：欧洲单车平均用铝量变化（kg）**


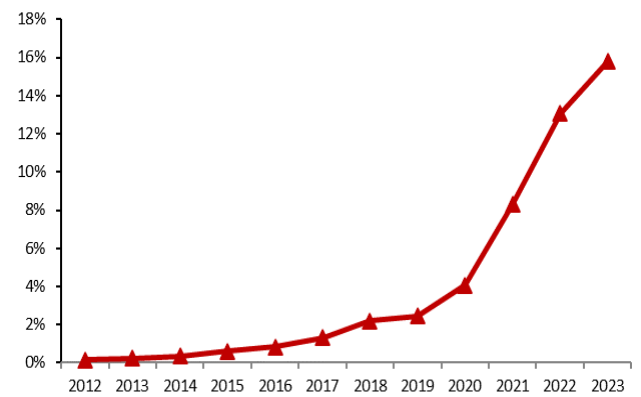
数据来源：欧洲铝业协会，西南证券整理

**新能源汽车用铝量更高。**与燃油车相比，新能源汽车单车用铝量更高，根据 Ducker 统计，电动汽车比燃油车多用铝 101 千克。虽然省去了燃油车动力总成中汽缸体、缸盖、活塞等，传动系统和变速器中阀体、离合器外壳，分动器、驱动轴等用铝部件（该部分单车铝用量约 62 千克），但其电池外壳、电驱动系统壳体、车身、底盘结构件等需要用铝约 163 千克。随着电动化渗透率的快速提升，将进一步加快铝合金应用的推广。

**新能源汽车重塑行业格局。**电动车的电驱动系统经历了独立式、二合一、三合一到多合一的发展阶段，趋势是集成更多功能，电驱动壳体也从独立式设计走向减速器、电机、电控壳体集成式设计，对壳体供应商的产品开发、资金技术等能力也提出了更高的要求。一体化压铸是轻量化技术的升级，能够减少零件数量、大幅简化车身结构和供应链环节、降低车重、减少电池成本、提高原材料利用率、减少工厂占地面积等，提升汽车组装效率。随着高真空压铸工艺、大吨位压铸机的发展，铝合金压铸的结构件可以满足性能上的要求，使得该类产品在新能源车得以普及。在铝压铸产品升级的过程中，行业格局重塑，在行业深耕多年、具备研发和同步开发实力的企业有望获益。

**图 31：国内新能源乘用车渗透率**


数据来源：中汽协，西南证券整理

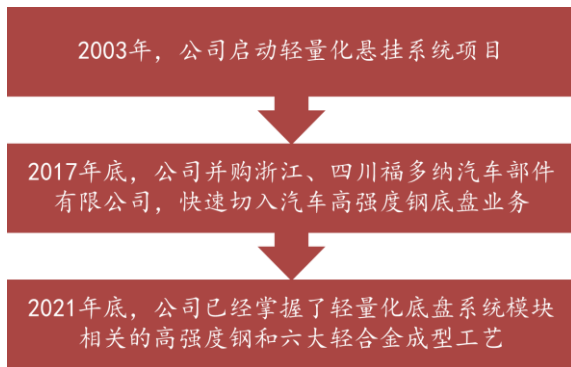
**图 32：全球新能源汽车渗透率**


数据来源：IEA，西南证券整理

### 2.3.2 前瞻布局轻量化底盘系统，扩产能抢占先发优势

**前瞻布局轻量化底盘系统。**公司在坚持内部创业的同时，利用资本市场积极寻求外延并购契机，使公司获得跨越式发展机会。公司自 2003 年启动轻量化悬挂系统项目，逐步完成了专业团队打造、核心技术及知识产权积累，形成了较丰富的轻量化底盘产品线；2017 年底收购的浙江福多纳和四川福多纳在汽车底盘结构件行业深耕 20 余年，拥有丰富的制造经验及成本控制诀窍，因而并购后公司快速切入高强度钢底盘业务，与原有铝合金底盘业务形成协同效应，进一步完善了底盘系统产品线。

图 33：公司底盘轻量化发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

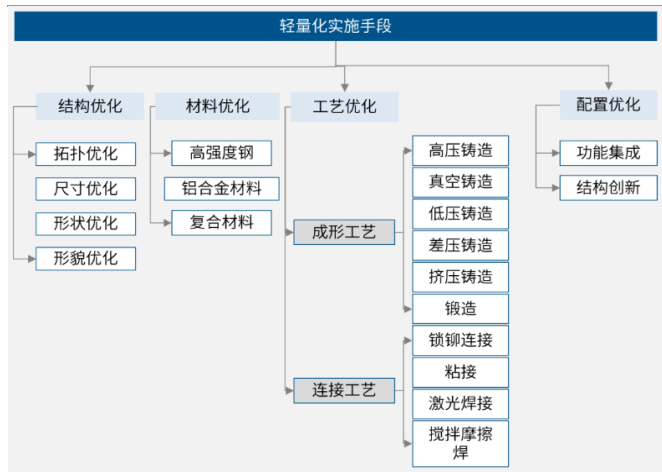
图 34：公司底盘轻量化一站式解决方案



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

**具备轻量化底盘一体式解决方案。**公司轻量化底盘产品包括副车架、控制臂、叉臂、连杆、转向节、电池包支架等，已构建中国乃至世界最完整的工艺战略布局，掌握六大轻合金核心工艺和底盘系统整合能力，已具备行业唯一的集设计、分析、工艺、试验、制造于一体的全工艺铝合金副车架配套能力，覆盖一体式铝副车架（低压/高真空压铸）、分体式空心铝副车架（低压铸造）、分体式框型铝副车架（差压铸造），实现与整车厂同步开发，提供零部件及子系统的多方案并行设计，综合产品性能、减重效果、生产成本等考虑，可以为客户提供一站式解决方案，陆续获得吉利、福特、RIVIAN、特斯拉、理想、赛力斯等客户的认可并开始批量供货。

图 35：公司轻量化“四大优化”



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 36：公司轻量化六大工艺

铝合金全工艺一站式解决方案

具备底盘及车身部件所需的轻合金全工艺能力，为客户甄选最佳解决方案

	高压铸造 HPDC	真空铸造 CVC	低压铸造 LPDC	差压铸造 CPC	挤压铸造 SC	锻造 FG
工艺示意图						
力学性能	一般	较高	一般	较高	高	高
热处理	/	T5 / T6 / T7	T6	T6	T6	T5 / T6
内部质量	内部质量好，有轻微气孔	内部组织致密，无气孔	晶粒细密，几乎无气孔	晶粒细密，无气孔	晶粒细密，无气孔	晶粒细密，无气孔
最小壁厚	0.8 (mm)	2-3 (mm)	4-5 (mm)	4-5 (mm)	4-5 (mm)	4-5 (mm)
推荐应用	普通铝压铸件	中大型车身结构件/副车架	空心结构件副车架/衬套	转向节	高强度结构件(薄壁/高强度)	摆臂
典型产品						
工厂	铝合金一部 铝合金二部 铝合金八部	铝合金三部 铝合金六部 铝合金七部	底盘七部 底盘八部 底盘湘潭 底盘重庆 (在建)	转向节一部 转向节二部 转向节三部	铝合金二部 铝合金八部 铝合金九部 铝合金十部	悬架系统一部 悬架系统二部 悬架系统三部 悬架系统五部

数据来源：拓普资讯，西南证券整理

**加快产能布局，确保行业领先地位。**公司轻量化底盘业务以宁波 2200 亩生产基地为基础，同时在台州、金华、长兴、湘潭、遂宁、重庆、淮南、波兰、墨西哥等地建设工厂。宁波生产基地为全球客户提供轻量化底盘，可以实现多工艺、多品种的协同，实现工厂及设备利用率的最大化，从而降低成本。公司宁波以外工厂为客户提供最近距离的配套，提升 QSTP（Quality 质量、Service 服务、Technology 技术、Price 价格）及客户满意度。截止 2020 年公司轻量化底盘系统模块（包含副车架、悬挂系统、转向节），产能约为 180 万套，产能利用率约为 92.75%；2021 年产能约为 280 万套，产能利用率约为 102.24%。随着 20 年非公开发行股票、22 年公开发行可转债、22 年非公开发行股票募资项目产能全部建成，将合计新增年产 1570 万套的供货能力，公司轻量化底盘产能大幅提升，有效满足不断增长的客户需求。

**表 8：2020 年来公司募集资金投资于底盘系统项目情况**

募投项目	产能情况	项目地点	建设进展 (截止 23 年报)	承诺效益
2020 年非公开发行股票	年产 210 万套轻量化底盘系统	宁波杭州湾新区，二期土地	2022.5 竣工	达产当年净利润达 20,459 万
	年产 270 万套轻量化底盘系统	湘潭经济技术开发区	2022.1 竣工	达产当年净利润达 17,953 万元
2022 年公开发行可转债	年产 150 万套轻量化底盘系统	宁波杭州湾新区，四期土地	在建	达产当年净利润达 13,127 万元
	年产 330 万套轻量化底盘系统	宁波杭州湾新区，五期土地	在建	达产当年净利润达 28,886 万元
2022 年非公开发行股票	年产 120 万套轻量化底盘系统	重庆市沙坪坝区智荟大道 18 号，一期土地	在建，49.54%	达产当年同汽车内饰功能件共实现净利润 19,144 万元
	年产 220 万套轻量化底盘系统项目	宁波市前湾新区，六-2 期土地	在建	达产当年净利润 25,639 万元
	年产 160 万套轻量化底盘系统项目	宁波市杭州湾新区，九期土地	在建	达产当年净利润 18,646 万元
	年产 30 万套轻量化底盘系统项目	淮南市寿县新桥国际产业园新桥大道与健康路交叉口东北侧 202291 地块	在建，50.33%	达产当年同汽车内饰功能件共实现净利润 7,843 万元
	年产 80 万套轻量化底盘系统项目	湖州市长兴县长兴经济技术开发区 318 国道原南方水泥地块	在建，21.78%	达产当年同汽车内饰功能件共实现净利润 112,841 万元

数据来源：公司公告，西南证券整理

**滑板底盘有利于新车开发与上车体差异化延展。**滑板底盘技术最早起源于 2002 年通用推出的一款概念车 AUTONOMY。如今美国 RIVIAN 公司将这一想法变成了现实。滑板底盘将机械结构件和电子结构件集成为一体，实现车身和底盘的分开研发。与传统车底盘相比，滑板底盘除了在机械零部件共用和接口标准化之外，还考虑电子架构（电控系统）的集成，实现机械和电子的解耦，方便电子电器线束模块化，真正实现下车体完全独立控制，方便上车体差异化延展，满足客户个性化需求。由于滑板底盘 60%-70%的零部件可以复用，方便在同一底盘平台上搭建不同的车型，无需重复开发，因而可以降低造车成本、缩短开发周期。**公司具备滑板底盘多数关键零部件的生产能力**，在底盘电动化及智能化领域，能够为主机厂提供从零件级到系统级最佳的滑板底盘轻量化解决方案，提供从热管理、智能刹车、线控转向、电动助力转向、空气悬架等系统级最佳的滑板底盘电动化和智能化解决方案。

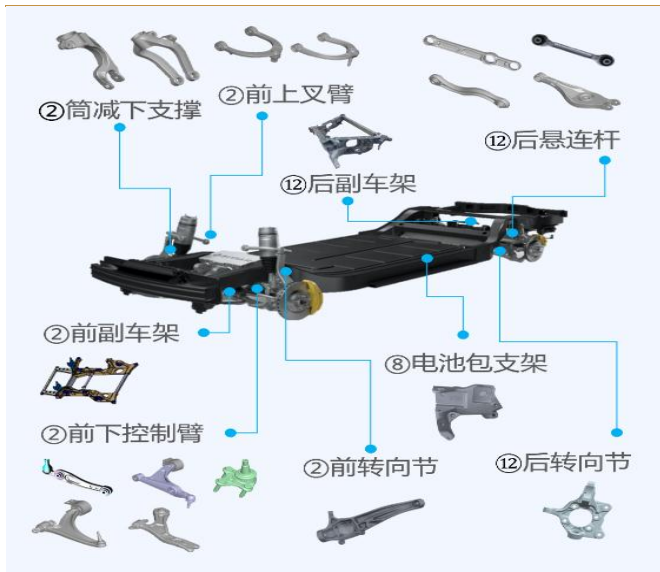


图 37: 滑板底盘



数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

图 39: 滑板底盘轻量化解决方案



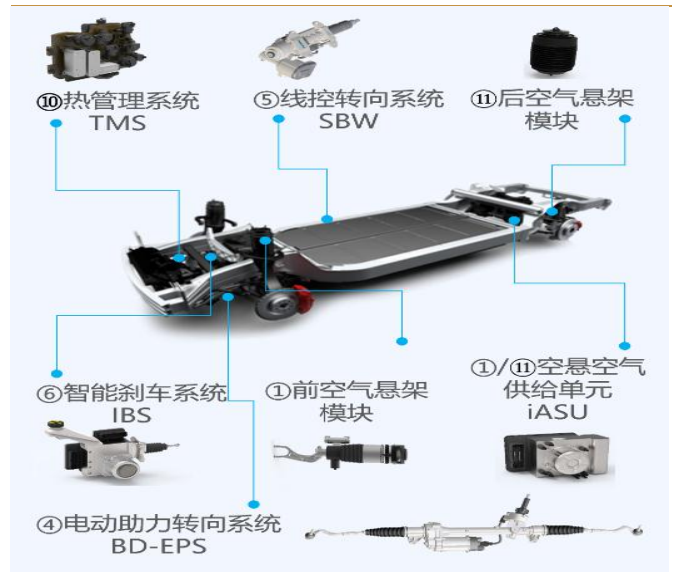
数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

图 38: 公司滑板底盘核心部件关联产品

滑板底盘核心模块		拓普关联产品线
前桥	① 前空气悬架系统	√
	② 底盘轻量化结构件 (悬架结构件、副车架等)	√
	③ 驱动电机	-
	④ 电动助力转向系统	√
	⑤ 线控转向系统	√
	⑥ 智能刹车系统	√
中桥	⑦ 电池系统	-
	⑧ 电池包结构件	√
	⑨ 防撞结构	-
	⑩ 热管理系统	√
后桥	⑪ 后空气悬架系统	√
	⑫ 底盘轻量化结构件	√
	⑬ 驱动电机	-

数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

图 40: 滑板底盘电动化、智能化解决方案



数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

**一体化超大压铸后舱夯实轻量化战略。**2022年2月公司7200T一体化超大压铸后舱的量产下线,这标志着公司成为了国内首个量产超大型一体化铝合金结构件制造技术的汽车零部件供应商。7200T压铸机生产的超大型结构件是将几十个部件整合为一件,并一次铸造成型,能够实现15%-20%的减重效果,同时大幅降低了工艺复杂度,整个开发周期也缩短了1/3。因此,在轻量化效果、生产效率及加工质量等方面都拥有巨大优势。

**材料设备行业领先。**一体化压铸工艺是一项复杂的成型技术,需要革新的材料、设备、模具、工艺等与之相配套。在材料方面,公司成为全球首家成功应用了其联合发布的TechCast™高强韧性免热处理铝合金材料,相对于传统铝合金材料,可以避免因热处理带来的零件尺寸变形及表面缺陷等问题,流动性高于同级别材料15%以上、强塑积高出30%以上,保证



了整车碰撞等性能达到更高维度，是汽车产业制造端低碳合金技术的重大突破，为产业带来开拓性车端应用。在设备方面，公司引进的 7200T 压铸机是国内首台该吨位投入使用的超大型压铸机，在 2021 年公司签署战略合作协议采购 21 台套压铸单元，包括 6 台 7200 吨、10 台 4500 吨和 5 台 2000 吨的压铸设备，用于新能源汽车超大型结构件，如前机舱、后车体及电池壳体等产品的生产制造。

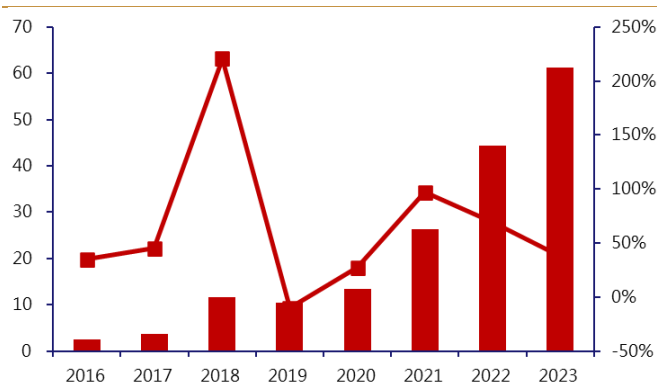
图 41：7200T 压铸机生产的超大型结构件



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

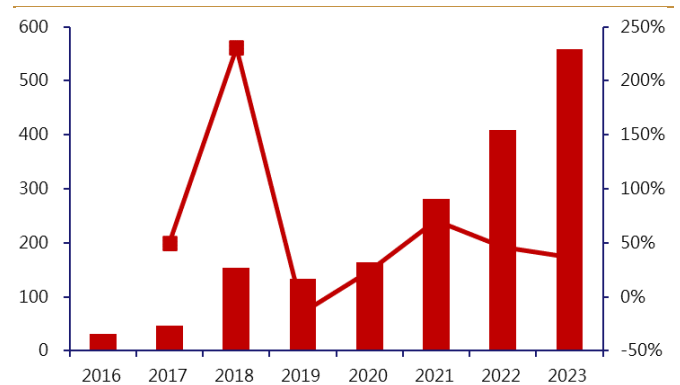
**单价及毛利持续提升，营收增速最快。**公司的底盘系统原先主要配套中低端车型，产品以钢制底盘为主，近年来，公司积极拓展特斯拉、RIVIAN、蔚来、比亚迪、吉利等优质客户的中高端车型底盘系统模块配套项目，营收持续增长，23 年底盘系统实现营收 65.77 亿元，同比+20.4%，占比 33.1%，同比+3.3pp，连续第二年保持公司第二大业务，仅次于公司传统业务内外饰件；20-23 年营收 CAGR 为 41.3%，高于其他品类，是近三年增长最快的业务条线。随着铝制底盘占比增加呈现明显增幅，销量及单价均逐年提高，2023 年底盘系统销售 559.11 万套，同比+36.5%，20-23 年销量 CAGR 达 43.3%；销售均价为 1095 元，同比+0.9%，20-23 年单价 CAGR 为 8.5%。21 年以来毛利率逐渐企稳回升，23 年底盘系统业务毛利率为 23.2%，同比+2pp。

图 42：公司底盘系统营收及增速（亿元）



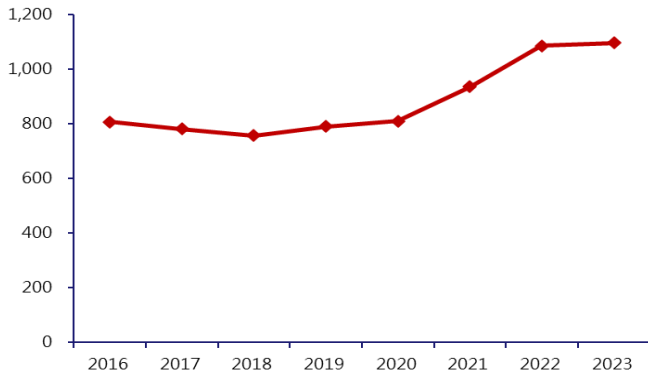
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：公司底盘系统销量及增速（万套）



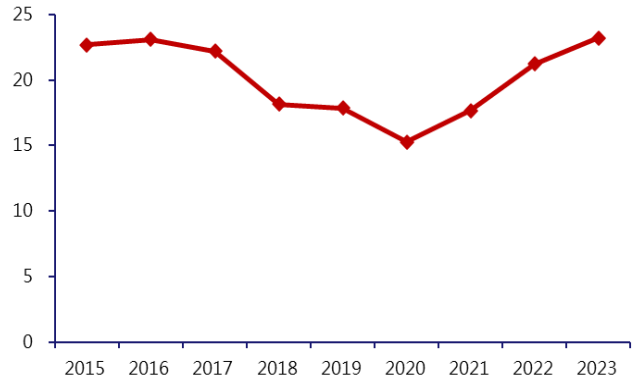
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44: 公司底盘系统销售均价 (元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 45: 公司底盘系统毛利率走势 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2.4 汽车电子: 国产替代加速, 有望重塑竞争格局

### 2.4.1 底盘电子

线控 (X By Wire) 即用线 (电信号) 来控制执行机构, 线控底盘指将底盘中传统的机械、液压、气动等连接模式转换为导线, 操纵动作经过传感器变成电信号, 再通过电缆 (CAN/LIN) 直接传输到执行机构, 从而实现控制汽车的目的。线控底盘是实现自动驾驶技术的关键执行层, 与传统底盘的系统架构相似, 由线控制动 (Brake-by-Wire)、线控转向 (Steer-by-Wire)、线控油门 (Throttle-by-Wire)、线控悬架 (Suspension-by-Wire)、线控换挡 (Shift-By-Wire) 组成。

公司目前已形成线控制动、线控转向、线控悬架等 X/Y/Z 三大线控底盘系列产品线, 其中智能刹车、电动助力转向、电调管柱、空气悬架已正式量产下线, 智能刹车 2.0、后轮转向、主动悬架、CDC 减震器已完成布局。

图 46: 公司线控底盘一站式解决方案



数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

图 47: 公司线控底盘产品线

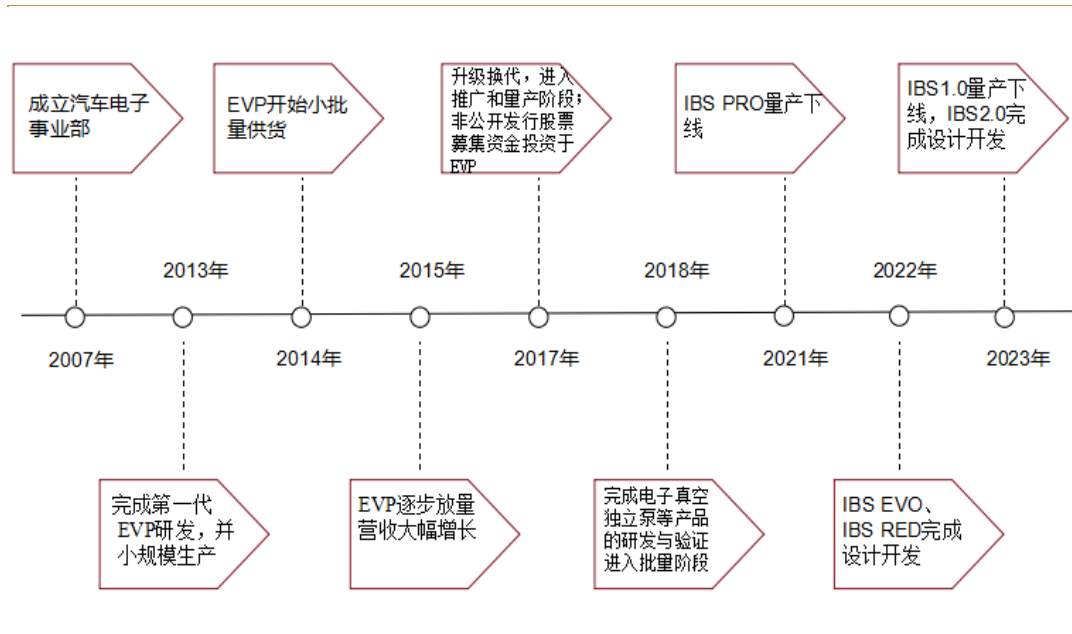
线控底盘核心技术		拓普关联产品线
线控制动 (X)	① 智能刹车系统 (One box)	✓
	② 线控驻车制动 (EPB)	
线控转向 (Y)	③ 手感模拟系统 (HWA)	✓
	④ 前轮转向系统 (RWA)	✓
	⑤ 后轮转向系统 (RWS)	✓
线控悬架 (Z)	⑥ 闭式空气悬架系统	✓
	⑦ 空气供给单元 (ASU)	✓
	⑧ CDC减震器	✓
	⑨ 全主动悬架	✓

数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

## (1) 制动

**制动产品逐渐升级。**2013 年以来，公司紧跟国际龙头，先后研发了柱塞式电子真空辅助泵和叶片式电子真空辅助泵，应用于涡轮增压发动机车型。后随着汽车电动化发展迅猛，使用涡轮增压的传统车型逐渐缩减，公司启动开发适用于新能源车的叶片式电子真空独立泵。EVP (Electronics Vacuum Pump, 电子真空泵) 是电动汽车制动系统的主要结构件，因为电动车没有传统的发动机，无法为真空助力器提供真空度从而无法提供制动助力，所以需要 EVP 为制动系统提供动力源，解决了电动汽车没有真空源的问题。公司 2018 年完成电子真空独立泵、电子水泵等多款产品的研发与验证，陆续进入批量生产阶段。

图 48：公司制动产品进展



数据来源：公司公告，西南证券整理

**汽车智能刹车系统是 AEB (自动紧急制动系统) 执行层的关键系统。**智能刹车系统 IBS (Intelligent Braking System) 又称集成式制动系统 IBC，属于线控制动系统。目前线控制动主要生产商为外资企业如博世和大陆。2017 年博世首先于欧洲生产智能助力器—iBooster，大陆于 2016 年在德国率先实现其智能制动系统—MK C1 量产。公司紧跟大陆和博世等步伐，不断加快 IBS 产品的研发与迭代。IBS 核心零部件包括电磁阀、ECU、踏板模拟器、无刷直流电机等，均为公司自主研发，掌握产品核心技术。2023 年 11 月，公司自研自制的 IBS 1.0 已投入量产，IBS 数字化工厂满产可实现每年 30 万辆车的产品配套能力，2023 年已完成 IBS 1.0 定点项目 6 项。2023 年 12 月，公司完成设计 one box 智能刹车系统全新版本 IBS 2.0，相比于 IBS 1.0 更紧凑 (体积减少 31%)、轻便 (重量减轻 20%)、经济 (成本降低 20%)。IBS 2.0 采用了全解耦式制动技术，在结构上高度集成化，优化了制动主缸、电磁阀；重新布置了液压管路，使布局更简化，所需组装的零件更少；冗余制动模块 (RBU) 相结合，双控 EPB 支持 L3 以上自动驾驶。IBS 2.0 预计于 2024 年 6 月完成开发，2025 年 3 月实现量产。

图 49：公司 IBS2.0 产品



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 50：公司 IBS 产品结构

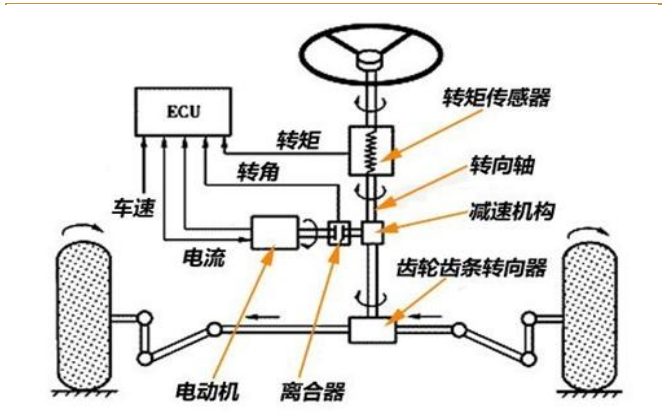


数据来源：公司公告，西南证券整理

## (2) 转向

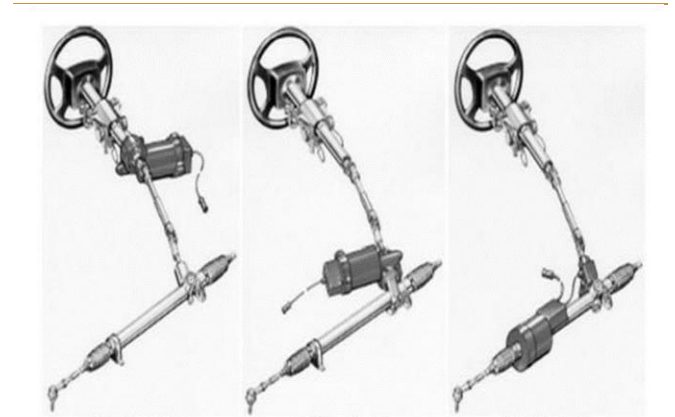
汽车转向系统是汽车底盘系统的重要组成部分。转向系统经历了机械式-液压助力-电控液压助力-电动助力-线控助力的发展演进过程。EPS (Electric Power Steering, 电子助力转向系统) 指当角度传感器检测到驾驶员的转向意图时, 把这个信号发给控制器, 控制器会根据控制策略做出决策, 来控制电机的工作, 直接利用驱动电机带动转向轴实现助力转向, 省去了液压助力系统, 传递效率更高。根据高工智能汽车研究院数据, 2021 年国内市场乘用车 (不含进出口) EPS 前装搭载率就已高达 97.57%, 表明 EPS 目前已经成为转向主流技术路线, 基本接近峰值, 从全球及国内市场格局来看, 博世、采埃孚、耐世特、NSK 等外资厂商市场份额较高。

图 51：EPS 结构



数据来源：易车，西南证券整理

图 52：不同类型 EPS



数据来源：易车，西南证券整理

进军 EPS 领域, 23 年底实现量产。公司依托在 IBS 领域形成的软件、电控、精密制造等方面的技术积淀, 切入汽车智能转向系统业务, 产品类别丰富, 主要包括手感模拟系统 (HWA)、前轮转向系统 (RWA)、后轮转向系统 (RWS), 从技术分类来看, 包括管柱助力式电动助力转向系统 (CD-EPS)、双小齿轮助力式电动助力转向系统 (DP-EPS) 等。2023 年 11 月公司实现了电调管柱 (EASC) 产品的正式量产下线, 且已定点 9 个项目, 年订单量 60 万套。目前公司转向系统产品已斩获吉利、红旗、理想、赛力斯、合众等车企的订单。



图 53: 公司前轮转向系统 (RWA)



数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

图 54: 公司后轮转向系统 (RWS)



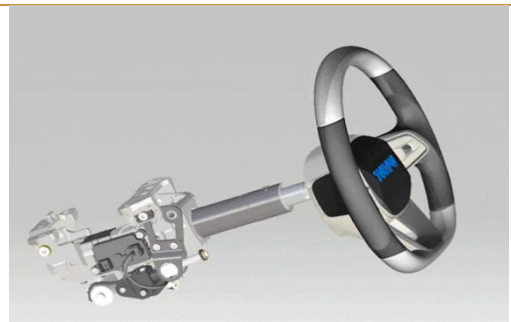
数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

图 55: 公司手感模拟系统 (HWA)



数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

图 56: 公司电调管柱



数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

### (3) 悬架

空气悬架渗透率较低, 发展前景明朗。悬架是汽车的车架 (或承载式车身) 与车桥 (或车轮) 之间的一切传力连接装置的总称, 用于传递作用在车轮和车架之间的力和力矩, 缓冲由不平路面传给车架或车身的冲击力。按照弹簧的不同, 悬架可分为搭载钢制弹簧的悬架和搭载空气弹簧的悬架 (简称空气悬架)。相对于普通悬架来讲, 空气悬架拥有重量轻、升降灵活性好、驾驶舒适度高等优点, 但由于高昂的成本, 搭载车型较少。根据盖世汽车数据, 2023 年国内乘用车前装标配空悬渗透率仅为 2.7%, 同比+1.5pp。随着自主品牌崛起及自主零部件供应商的研发和制造技术的不断提高, 空气悬架零部件成本不断下探, 渗透率有望持续提升, 未来发展前景明朗。

图 57: 全球空悬零部件主要参与企业

	空气弹簧	空气供给单元	可变阻尼减震器	ECU	空悬总成
德国大陆	■	■		■	■
威巴克	■				■
采埃孚			■		
通用					
倍适登					
中鼎股份	■	■			■
保隆科技		■		■	■
孔辉					■
拓普集团	■	■	■	■	■
科博达				■	■

数据来源: 公司公告, 西南证券整理; 红色表示公司有该类业务布局



进军空气悬架板块, 补齐线控底盘布局。公司依托在 IBS 研发过程中形成的机械、电控、软件能力以及底盘调校能力, 结合公司在橡胶方面和真空泵方面的多年经验积累, 开始开发空气悬架系统项目。在线控悬架领域已拥有闭式空气悬架系统、电机直驱式全主动悬架系统、CDC 减震器三大产品系列。2021 年 11 月公司的首个空气悬架系统工厂落成, 投产后可实现年产量 200 万只空气悬架, 满足每年 50 万辆车的配套。此外, 公司开发了电调管柱等新产品, 将逐步推向市场。2023 年 11 月实现了国内首个自主研发的闭式空气悬架系统 (C-ECAS) 正式量产下线, 且已定点 8 个项目, 年订单量 40 万台套。闭式空气悬架具有舒适性好、稳定性高、适应性强、能耗少等优势, 2023 年底某知名车企发布的新车型上搭载公司 C-ECAS 产品, 此为首例搭载国产闭式空气悬架系统的实车量产项目。

图 58: 公司闭式空气悬架系统

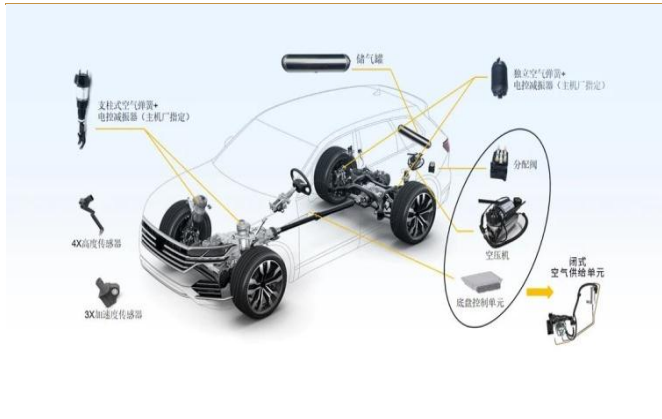


图 59: CDC 减震器



数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

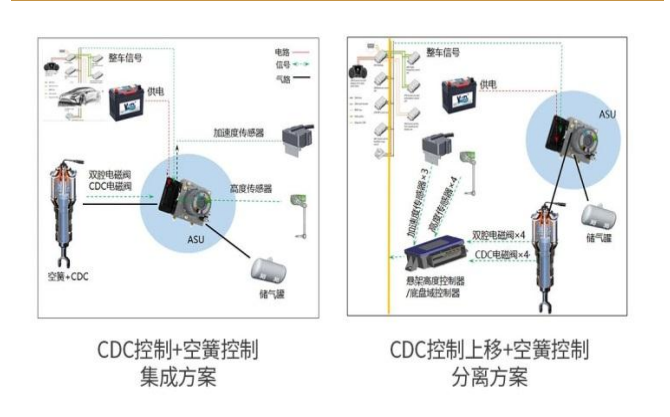
数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

图 60: 公司空气悬架关键部件

空气悬架关键部件				
产品类型	序号	零部件名称	研发能力	制造能力
机械部件	①	前空气弹簧总成	✓	✓
	②	后空气弹簧总成	✓	✓
电控部件	③	闭式空气供给单元 (气泵、分配阀、ECU 一体化)	✓	✓
控制算法	④	空气弹簧高度控制算法	✓	
	⑤	CDC 减震器控制算法	✓	

数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

图 61: 公司空悬系统配套方案



数据来源: 拓普资讯, 西南证券整理

25 年我国线控底盘市场规模将近 700 亿元, 复合增速 23.2%。假设 24-25 年: (1) 我国乘用车销量增速分别为 5%/3%; (2) 线控制动、线控转向、空气悬架渗透率分别为 31.9%/40.8%、0/0.1%、5%/10%; (3) 线控制动、线控转向、空气悬架单车价值分别为 1580/1524、3500、7000/6500 元。基于上述假设, 预计 2025 年国内乘用车线控底盘市场规模达 686 亿元, 23-25 年 CAGR 为 23.2%。

**表 9：线控底盘市场规模测算**

	2021	2022	2023	2024E	2025E
我国乘用车销量 (万辆)	2148.20	2356.30	2606.30	2736.62	2818.71
线控制动渗透率	8.60%	16.49%	25%	31.93%	40.79%
线控制动平均单价 (元)	1949.55	1763.13	1637.50	1580.48	1524.86
线控制动规模 (亿元)	35.89	68.10	106.79	138.11	175.33
EPS 渗透率	97.60%	98.80%	99.00%	99.00%	98.90%
EPS 平均单价 (元)	1200	1160.00	1124.00	1141.70	1170.73
EPS 市场规模 (亿元)	251.59	270.05	290.02	309.31	326.36
线控转向渗透率					0.10%
线控转向单价 (元)					3500
线控转向市场规模 (亿元)					0.99
转向市场规模 (亿元)	251.59	270.05	290.02	309.31	327.35
空气悬架渗透率	1.00%	1.20%	2.70%	5.00%	10.00%
空气悬架单车价值 (元)	12000	10000	7500	7000	6500
空气悬架市场规模 (亿元)	25.78	28.28	52.78	95.78	183.22
线控底盘市场规模 (亿元)	313.26	366.42	449.59	543.21	685.90

数据来源：中汽协，佐思汽研，高工智能，西南证券整理

## 2.4.2 座舱电子

公司从软内饰拓展到外饰，布局座舱电子产品。随着汽车消费升级，公司不断拓宽产品门类，陆续研发了电动尾门、转屏驱动器、智动侧门、座椅舒适系统、电动移门等智能座舱类产品，单车价值不断提升。

**图 62：公司转屏控制器**


数据来源：拓普资讯，西南证券整理

**图 63：公司智慧电动门系统**


数据来源：拓普资讯，西南证券整理

汽车座椅的智能化发展，是智能座舱的重要组成部分，而座椅舒适系统正是汽车座椅智能化发展的一项重要成果。多轮廓调节指在座椅靠背腰部、侧翼、腿部等位置放置气袋，通过与靠背和坐垫内部集成的气室压力与形状，将座椅轮廓调节到最适合个人的状态；气动按摩指在座椅靠背发泡的 A 面布置多个小气囊，通过软件控制小气囊不同模式的运动，基于小气囊一系列交替充气和放气，从而达到按摩的效果，可舒缓长期乘坐紧绷的肌肉，迅速达到

气血循环和有效缓解乘坐疲劳的效果。目前公司座椅舒适系统核心零部件与软硬件等实现了自研、自制，包括气袋模块、电磁阀、充气气泵、控制器等，已获得多个客户订单。

图 64：公司座椅舒适系统-多轮廓调节



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 65：公司座椅舒适系统-多轮廓调节



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 66：公司座椅舒适系统-气动按摩



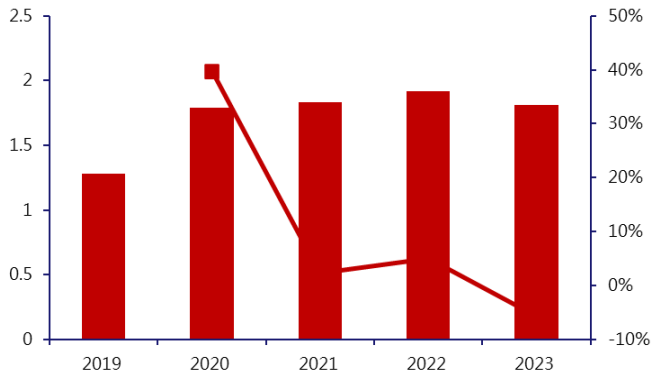
数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 67：公司座椅舒适系统关键部件

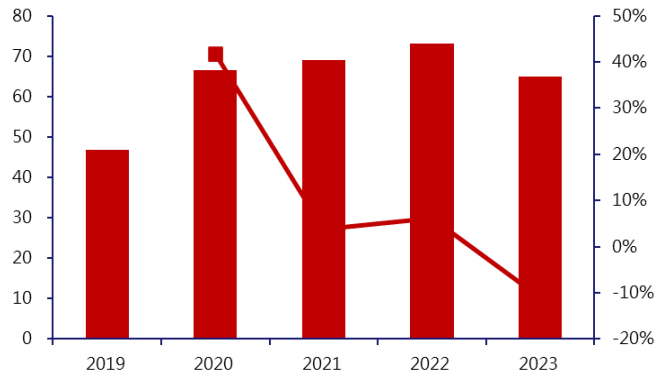
座椅舒适系统关键部件		业务建立
机械部件	气袋模块	✓
	电磁阀	✓
	充气气泵	✓
	背簧	✓
电控模块	舒适系统控制器	✓
	舒适系统控制程序	✓

数据来源：拓普资讯，西南证券整理

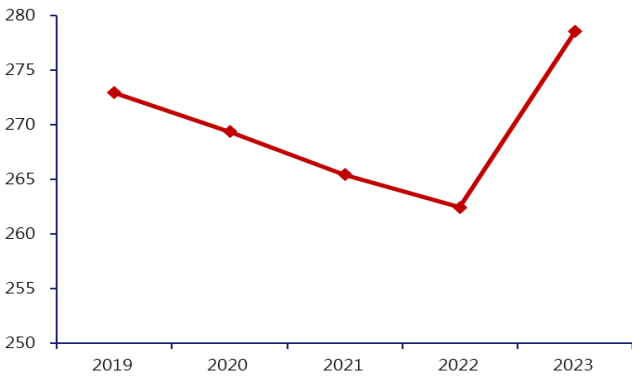
汽车电子业务增长潜力大。23 年汽车电子实现营收 1.81 亿元，同比-5.73%，占比 0.9%，目前对营收贡献度较小，但呈逐年增长态势，19-23 年营收 CAGR 为 18.9%。2023 年汽车电子销售 64.98 万套，19-23 年销量 CAGR 达 8.5%；销售均价为 278.6 元，同比+6.1%。随着 2024 年起底盘电子、座舱电子等产品全面量产，汽车电子营收有望实现大幅增长。受到销量提升、年降等影响，汽车电子业务毛利率逐渐收敛，23 年为 22.1%，同比-3.4pp。

**图 68：公司汽车电子营收及增速（亿元）**


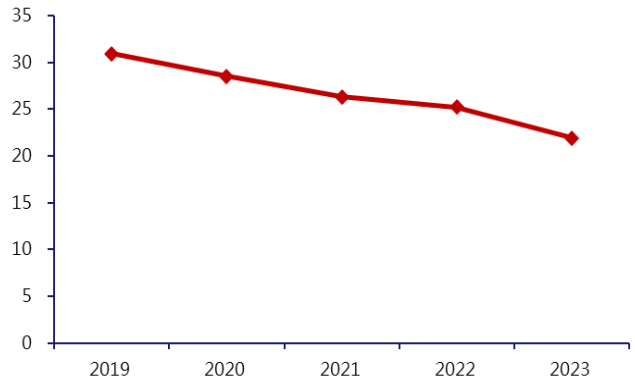
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 69：公司汽车电子销量及增速（万套）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 70：公司汽车电子销售均价（元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 71：公司汽车电子毛利率走势（%）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.5 热管理：依托现有优势延伸布局，培育重要增长极

汽车热管理是从整车角度统筹车辆发动机、空调、电池、电机等相关部件及子系统相关匹配、优化与控制，有效解决整车热相关问题，保证驾乘人员、电池、电机、其他部件等都在舒适的温度环境内。当前热管理市场可分为传统燃油汽车和新能源汽车两大板块，传统燃油汽车热管理系统包括座舱热管理、变速箱热管理和发动机热管理，而新能源汽车热管理系统包括座舱热管理、电池热管理和电机电控热管理。

**表 10：热管理系统组成**

板块	功能	功能系统	主要零部件
传统燃油汽车热管理	座舱热管理	制冷系统	压缩机、蒸发器、冷凝器、热交换器、膨胀阀
		制热系统	暖风散热器
	发动机热管理	冷却系统	散热器、冷却风扇、节温器、水泵、水箱
		润滑系统	机油冷却器
		进排气系统	中冷器、空滤、涡轮增压器
	变速箱热管理	冷却系统	机油冷却器

板块	功能	功能系统	主要零部件
新能源汽车热管理	座舱热管理	制冷系统	电动压缩机、蒸发器、冷凝器、热交换器、储液罐
		制热系统	PTC 加热器、热泵
	电池热管理	冷却系统	冷却箱、电池水冷板、电子水泵、电子膨胀阀、电子水阀
		加热系统	PTC 加热器
	电机电控热管理	冷却系统	散热器、冷却风扇、水箱、冷却液泵

数据来源：慧博咨讯，西南证券整理

**新能源汽车热管理单车价值量大幅提升。**座舱热管理系统是新能源汽车热管理的关键。

**制冷：**新能源汽车座舱制冷基本原理与传统燃油汽车的相同，利用冷凝放热，蒸发吸热给座舱进行降温，区别是燃油汽车空调压缩机由发动机驱动，新能源汽车空调压缩机由电机进行驱动。**制热：**新能源汽车的制热模式和传统燃油汽车大有不同，传统燃油汽车制热是将发动机的余热通过冷媒传到车厢内进行升温，但是新能源汽车没有发动机，常见的制热方式有 PTC 风暖/水暖加热和热泵加热。汽车电气化带动热管理单车价值量大幅提升，热管理系统的单车价值量比传统汽车提升近 2 倍。相较于传统汽车，新能源汽车价值增量主要来自于电动压缩机、热泵空调、PTC 加热器等组件，系统复杂程度更高。

表 11：传统热管理与新能源热管理单车价格对比

传统热管理核心组件	结算价格（元）	新能源汽车热管理核心组件	结算价格（元）
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统	1500
水泵	100	电子水泵	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2230	合计	6410

数据来源：三花智控可转债募集说明书，西南证券整理

**热泵推动产品替代升级。**热泵空调的原理是搬运热，电池带动电动压缩机对制冷剂进行处理，通过车内换热器与制冷剂进行热量交换，实现车内供热。制冷剂经压缩机变成高温高压气体，流经四通阀后，由于四通阀切换流向，高温高压的气体流向室内换热器（此时作用为冷凝器），变成低温高压的液体放热，低温高压的液体流经膨胀阀降低压力流向车外的换热器（此时作用为蒸发器），蒸发吸收热量后变成气体，被压缩机吸入压缩形成高温高压的气体，完成一个循环。**热泵是解决电动汽车续航里程变短的有效方案。**消耗 1kw 的电量，PTC 制热最多只能产生 1kw 的热量，而热泵空调是利用低沸点的制冷剂将环境中的热量带入到车内，车内得到的热量为消耗的 1kw 电能+吸收的低位热能。所以热泵方案相比 PTC 方案更加省电。

**热泵空调市场规模增速可观。**新能源车热泵空调核心零部件包括电动压缩机、电子膨胀阀、四通换向阀、管路等。假设 24-25 年：（1）国内新能源乘用车销量分别增长 20%/18%；（2）PTC 空调、热泵空调渗透率分别为 65%/35%、50%/50%，单价分别年降 5%。预计到 2025 年国内新能源汽车热管理系统市场规模为 728 亿元，23-25 年复合增速为 23.4%，增长空间大。



**表 12：国内新能源汽车热管理系统市场规模测算**

	2022	2023	2024E	2025E
国内新能源乘用车销量 (万辆)	654.8	857	1028.4	1213.51
新能源汽车 PTC 空调渗透率	85.95%	80%	65%	50%
新能源汽车热泵空调渗透率	14.05%	20%	35%	50%
新能源车热管理系统单车价值量-PTC 空调 (元)	5500	5225	4963.75	4715.56
新能源车热管理系统单车价值量-热泵空调 (元)	8500	8075	7671.25	7287.69
新能源车热管理系统市场规模-PTC 空调 (亿元)	309.54	358.23	331.81	286.12
新能源车热管理系统市场规模--热泵空调 (亿元)	78.20	138.41	276.12	442.18
新能源车热管理系统市场规模 (亿元)	387.74	496.63	607.93	728.30

数据来源：中汽协，亿欧智库，高工智能，西南证券整理

**整车热管理系统趋于集成化。**当前集成化发展方向是热泵空调与三电系统（余热回收）耦合式集成热管理。早期，由于新能源汽车油改电架构限制、零部件供应商集成能力不足等原因，新能源汽车热管理的各子系统一般采用分散架构。分散的热管理系统由于零部件和管路冗余导致成本较高，且无法对整车热管理进行统一协调管理，效率较低，导致电池、电机余热并未得到有效利用。从系统架构来看，新能源汽车热管理由各子系统分散运行向集成化发展。集成式热管理系统可以回收三电余热降低能耗，提升热泵性能。由于热泵系统在低温场景下性能较差，若可以回收利用电池电机余热，则能在不额外增加能耗的同时提升其性能。特斯拉是高集成化热管理系统的开创者，目前已进化至第四代产品。

**表 13：Tesla 的热管理系统集成度变化**

第一代：Roadster	第二代：Model S/X	第三代：Model 3	第四代：Model Y
传统空调	传统空调	传统空调	<b>热泵空调</b>
间接制冷	<b>直接制冷</b>	直接制冷	直接制冷
水冷电机	水冷电机	<b>油冷电机</b>	油冷电机
座舱高压风暖 PTC	座舱高压风暖 PTC	座舱高压风暖 PTC	<b>座舱低压风暖 PTC</b>
电池网路高压水暖 PTC	电池网路高压水暖 PTC	-	-
	<b>四通阀</b>	<b>电机低效制热 集成储液罐</b>	<b>电机低效制热 集成管路 四通阀</b>

数据来源：汽车之家，西南证券整理

**横向拓展热管理品类，持续研发升级。**2020 年公司依托在汽车电子领域的深厚积淀，横向拓展开发了热泵总成等热管理系统，实现了从 0 到 1 的突破，仅 4 个月就实现了第一代产品向特斯拉的批量供货，目前公司热管理系统产品包括电子膨胀阀、电磁截止阀、电子水泵、多通水阀、换热器、气液分离器、流道板、热管理控制器等核心子部件及热泵集成模块总成。为规避第一代热管理系统产品的专利，公司已经研发出第二代产品，可以提供水侧、剂侧独立的部分集成方案，也可以提供高度集成方案，有效满足客户的不同需求，产品可广泛应用于所有客户。公司持续投入产品研发，2024 年 1 月，公司成功研发全新一代电子水阀——九通阀，属于电子水阀系列的高端产品，具有高效化、集成化、智能化的优点，进一步拓宽了产品线，当前公司的电子水阀已成为业内标杆性产品。



图 72：公司热管理模块布局 1



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 74：公司电子水阀产品序列



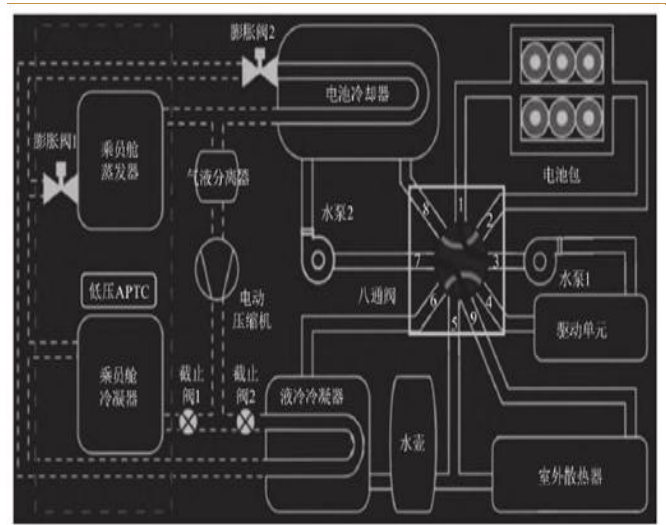
数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 73：公司热管理模块布局 2

拓普热管理模块布局		研发能力	制造能力
电控部件	多通水阀	✓	✓
	电子水泵	✓	✓
	电磁截止阀	✓	✓
	电子膨胀阀	✓	✓
机械部件	换热器	✓	✓
	流道板	✓	✓
	单向阀	✓	✓
	气液分离器	✓	✓
控制	热管理控制器	✓	✓
总成	热泵集成模块	✓	✓

数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 75：特斯拉八通阀原理图



数据来源：汽车之家，西南证券整理

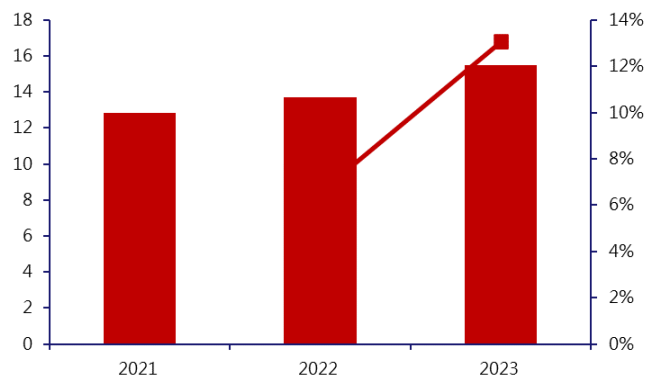
**产能持续提升，客户覆盖全球。**公司具备完整的热管理模块及核心零部件的自研、自制能力，工厂覆盖中国、欧洲及美洲，客户持续开拓，包括特斯拉、比亚迪、理想、赛力斯、一汽等。其中热管理一期二期工厂分别位于宁波北仑和杭州湾；三期工厂位于波兰，已于 2023 年 11 月投产，年产能 50 万套，有利于配套欧洲当地客户；四期工厂位于墨西哥，已于 2024 年上半年投产。热管理总产能超 400 万套/年，累计产量超百万套。

**表 14：公司拟募集资金投资于热管理系统项目情况**

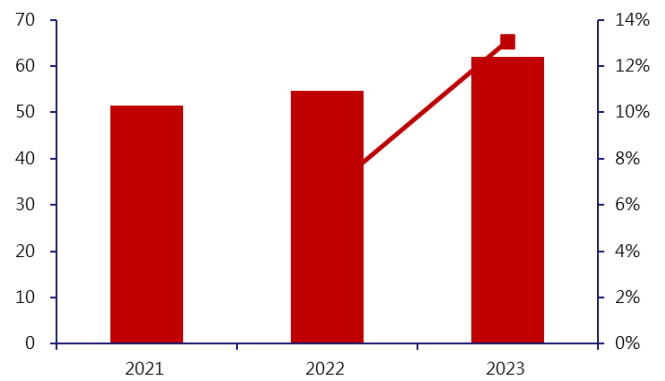
募投资金	产能情况	项目地点	项目进展	承诺效益
2022 年非公开发行股票	年产 130 万套热管理系统项目	浙江省宁波市杭州湾新区， 八期土地	处于建设期	达产当年同汽车内饰共实现 净利润 7,843 万元

数据来源：公司公告，西南证券整理

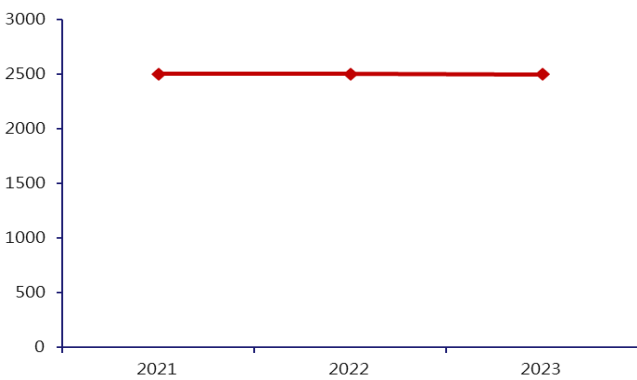
**营收增长迅速，获得大客户认可。**公司凭借在热管理系统的技术优势及稳定的配套能力获得全球头部客户认可，2021 年首次实现热管理产品营收 12.85 亿元，主要配套特斯拉等客户新能源车型。随着新能源业务持续放量经营持续增长，23 年热管理业务实现营收 15.48 亿元，同比+13.1%，21-23 年营收 CAGR 为 9.8%。23 年热管理产品销售 61.91 万套，同比+13.1%，21-23 年销量 CAGR 达 9.8%；销售均价为 2500.4 元，同比持平；随着规模效应增长，毛利率持续提升，23 年热管理业务毛利率为 18.91%，同比+0.3pp。

**图 76：公司热管理系统营收及增速（亿元）**


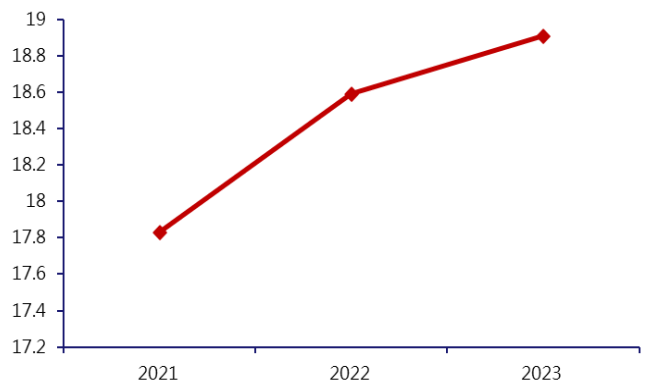
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 77：公司热管理系统销量及增速（万套）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 78：公司热管理系统销售均价（元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 79：公司热管理系统毛利率走势（%）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.6 驱动执行器：量产在即，百万亿市场空间前景广阔

人形机器人赛道发展前景广阔。机器人是当今社会最具发展潜力新兴产业之一，可广泛应用于智能制造、医疗、服务等各种场景，实现对劳动力的解放从而提升人类生活质量。进入到 21 世纪以来，以本田、波士顿动力为首的各大厂商纷纷布局人形机器人产品，但是受限于硬件和软件的成熟度，早期的人形机器人发展缓慢。在算法和硬件的不断进步中，人形机器人赛道也出现了很多“新面孔”，2022 年以来各大厂商陆续推出了自己的人形机器人产品。据世界银行统计，全球劳动人口约 36.2 亿人，假设人形机器人单价 15 万元，20% 的劳动者被机器人取代，人形机器人的全球市场规模可达 100 万亿级别。

特斯拉人形机器人 Optimus 问世，推动行业快速发展。2021 年 8 月，特斯拉首次发布人形机器人 (Tesla Bot) 计划，代号“擎天柱”(Optimus)。在 2022 年 9 月底举办的特斯拉 AI DAY 上，首次公开了 Optimus 原型机，体重 73kg，静坐 100W 功耗，快走 500W 功耗，全身自由度 200+，手部自由度 27，搭载与特斯拉车辆相同的完全自动驾驶 (FSD) 大脑，2.3KWh 电池组 (集成充电管理、传感器、冷却系统) 可以满足一天的工作需要。特斯拉人形机器人的核心为在满足功能的前提下降低成本和能耗，尽可能减少零部件数量和每个元件的功耗，有望在 3-5 年内交付，产量可以达到数百万台，价格可能不到 2 万美元。特斯拉以人形机器人“量产”为目标，推动整个行业迎来快速发展。

表 15：各厂商人形机器人汇总

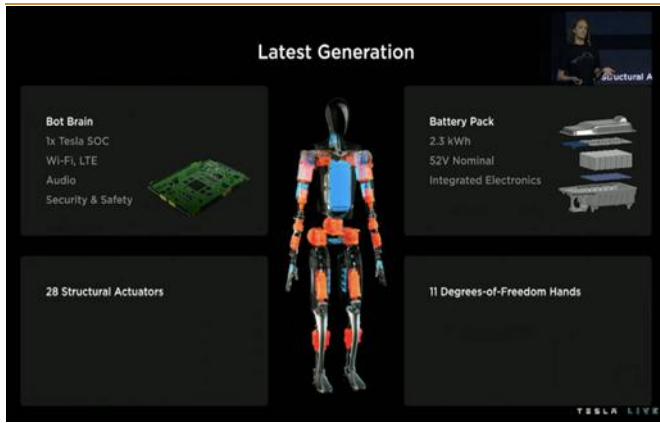
厂商	型号	发布时间	应用场景	参数	价格
宇树科技(中国)	Unitree G1	2024	科研教育、工厂制造、家用	127cm, 35kg, 23 个自由度(腿 6×2, 臂 5×2, 腰 1), 运动能力强	9.9 万起
	Unitree H1	2023	科研教育、工厂制造	180cm, 47kg, 身体总自由度 19(腿 5×2, 臂 4×2, 腰 1), 运动能力强	65 万
Sanctuary AI(加拿大)	Phoenix	2023	工业制造, 物流、仓储、家用	170cm, 70kg, 全身 20 个自由度, 强化学习	-
Figure(美国)	Figure 01	2023	工业制造、仓储、零售、家用	168cm, 60kg, 语义理解、强化学习	-
特斯拉(美国)	Optimus Gen 2	2023	工业制造, 家用	173cm, 57kg, 身体 28 个关节, 单手 11 自由度, 颈部 2 个自由度	约 2.5 万美元
优必选(中国)	Walker S	2023	工业制造	170cm, 全身 40+自由度	预计 50 万左右
	Walker	2021	家庭、办公、智慧工厂、表演	130cm, 63kg, 全身 41 个自由度 (腿 6x2, 臂 7x2, 手 6x2, 颈 3)	200 万
傅利叶智能(中国)	GR-1	2023	工业制造、科研教育、医疗康复	165CM,55KG,全身 44 个自由度(头部 3, 手臂 7×2, 腰部 3, 手部 6×2, 腿部 6×2)	-
智元机器人(中国)	远征 A1	2023	工业制造、家用	175cm, 55kg, 超过 49 个自由度, (手部 12 个主动自由度, 5 个被动自由度)	造价 20 万以内
韩国科学技术院	PIBOT	2023	航天航空	160cm, 65kg	-
Appttronik(美国)	Apollo	2023	工业制造、物流、护理	175cm, 75kg	预计售价 5 万美元以下
特斯拉(美国)	Optimus	2022	工厂内基础性工作, 未来进入家用	173cm, 57kg, 身体 28 个关节 (14 直线+14 旋转), 手部 11 个自由度	量产后预计售价 2 万美元
小米(中国)	Cyber One	2022	家庭陪伴、公共服务	177cm, 52kg, 全身 13 个关节, 21 个	造价 60-70 万

厂商	型号	发布时间	应用场景	参数	价格
				自由度	
1X Technologies (挪威)	EVE	2019	工厂保安、医护助理	186cm, 83kg, 下半身为轮式结构, 不能跨越障碍	2019 年以 140 万元卖给了丰田研究所
Engineered Arts (英国)	Ameca	2021	家庭陪伴	187cm, 49kg, 全身 51 个自由度, 面部表情丰富, 运动能力差	13.3 万美元
Agility Robotics (美国)	Digit	2019	物流仓储	155cm, 42.2kg, 全身 16 个自由度, 没有头部和手部	25 万美元
波士顿动力 (美国)	Atlas	2018	救援	150cm, 80kg, 全身 28 个自由度, 没有头部和手部	190 万美元
本田 (日本)	Asimo	2000	表演	130cm, 48kg, 全身 57 个自由度	近 300 万美元

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

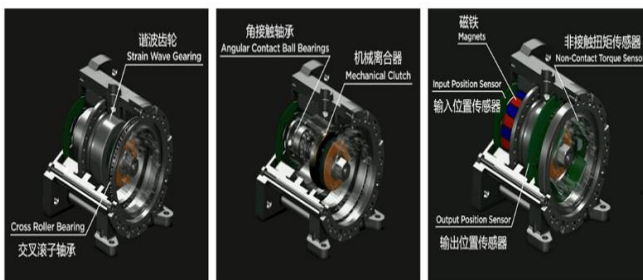
运动执行器是机器人的核心部件之一。由于人型机器人需要模拟人类的各种行动, 因此需要较多的运动执行器才能实现此要求。特斯拉人形机器人 Optimus 采用电机驱动, 身体拥有 28 个执行器, 并且使用旋转执行器和线性执行器两种方案。1) 基于无框力矩电机+谐波减速器+力矩传感器+双编码器+交叉滚子轴承+角接触球轴承的旋转执行器; 2) 基于无框力矩电机+编码器+行星滚柱丝杠+力传感器+深沟球轴承+四点接触轴承的线性执行器。通过进行共性研究减少使用驱动器的种类, 目前 Optimus 使用 6 种执行器, 旋转和线性各 3 种。

图 80: 特斯拉人形机器人 Optimus 最新样机



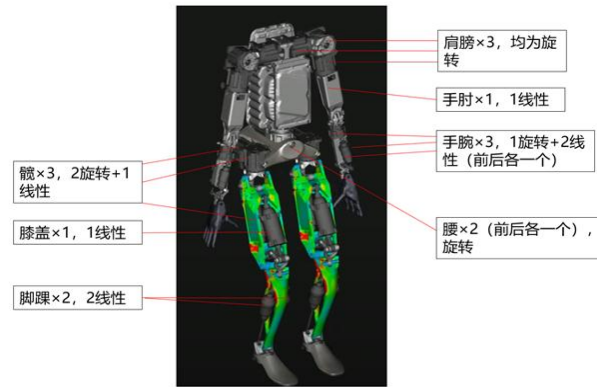
数据来源: 特斯拉 AI DAY, 西南证券整理

图 82: 旋转执行器



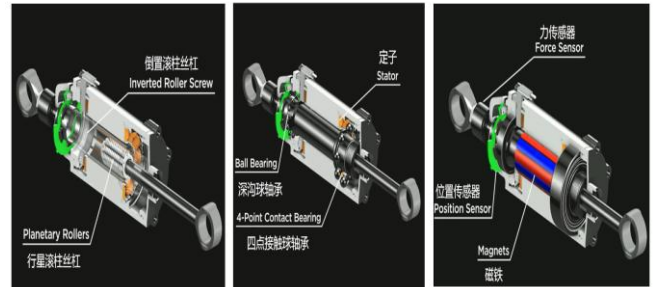
数据来源: 特斯拉 AI DAY, 西南证券整理

图 81: 特斯拉人形机器人 Optimus 身体 28 个执行器



数据来源: 特斯拉 AI DAY, 西南证券整理

图 83: 线性执行器



数据来源: 特斯拉 AI DAY, 西南证券整理



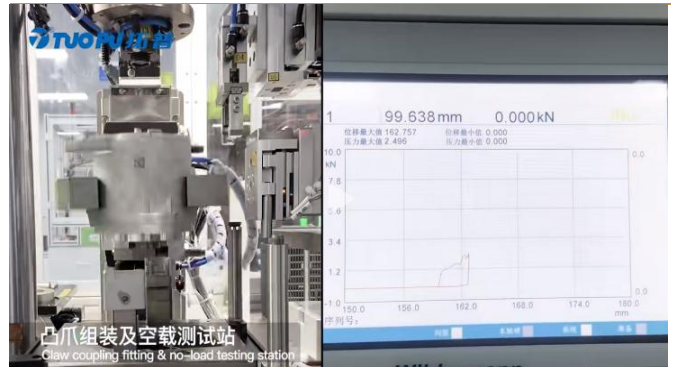
公司布局人形机器人的驱动执行器。凭借在智能刹车 IBS 项目积累的各项技术能力，包括软件，电控、驱动、电机、减速机构、传感器等，公司切入机器人电驱系统及其他相关产品。2023 年 7 月公司拆分设立机器人事业部。公司的运动执行器包括电机、电控及减速机构等部组成，样品也获得客户的认可，后续发展潜力巨大。2024 年 1 月 8 日，公司 2 条机器人电驱系统生产线正式投产，年产能为 30 万套电驱执行器，新增产能也已经启动规划设计。驱动执行器业务将打造公司新的增长极，助力公司形成智能汽车+机器人部件的双产业发展模式。

图 84：公司电驱系统产线 1



数据来源：拓普资讯，西南证券整理

图 85：公司电驱系统产线 2



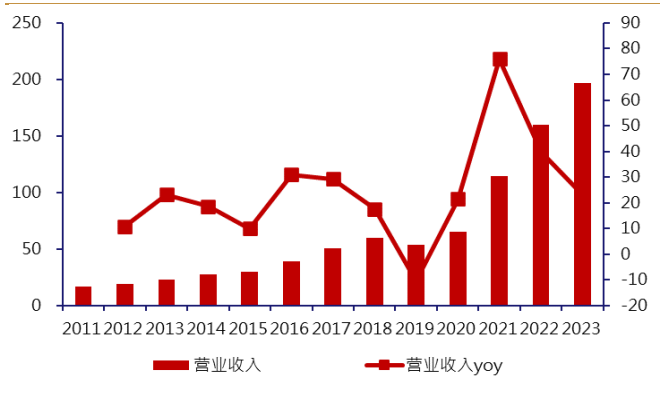
数据来源：拓普资讯，西南证券整理

## 3 财务分析

### 3.1 公司营收持续增长，净利润节节攀升

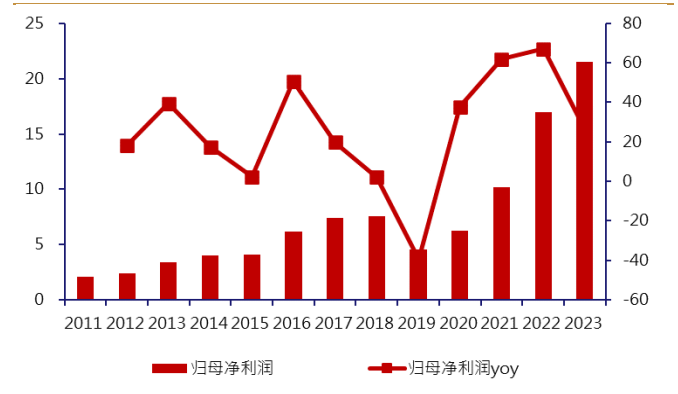
公司营收持续增长，净利润节节攀升。20 年以来，随着大客户的开拓、全球汽车行业恢复，公司产品结构不断优化、产品市场占有率在国内外不断提升，公司经营持续向好，营收持续增长，其中 23 年营收 197.01 亿元，同比+23.2%，19-23 年营收 CAGR 为 38.5%，24Q1 实现 56.88 亿的营收，同比+27.3%。自 20 年起，公司净利润也随营收节节攀升，23 年归母净利润达 21.51 亿元，同比+26.49%，19-23 年净利润 CAGR 为 47.4%，24Q1 实现 6.45 亿的净利润，同比+43.4%。从盈利能力来看，公司毛利率和净利率在疫情后恢复增长，23 年公司毛利率 22.45%，同比+1.3pp，净利率 11.47%，同比+0.47pp。

图 86：公司营业收入（亿元）及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 87：公司归母净利润（亿元）及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理



**图 88: 公司毛利率 (%)**

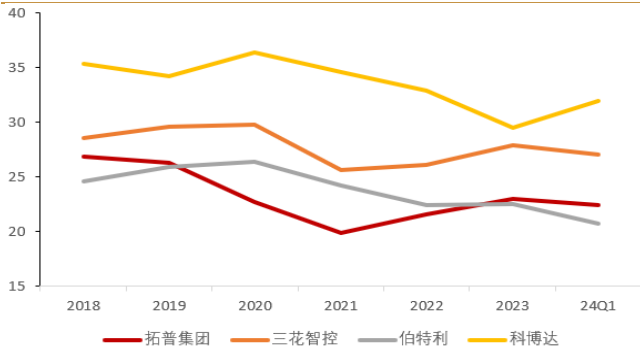

数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 89: 公司净利率 (%)**

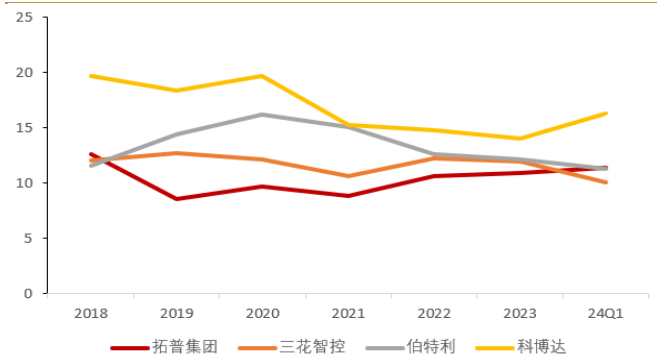

数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3.2 盈利能力持续增长, 偿债能力不断提升

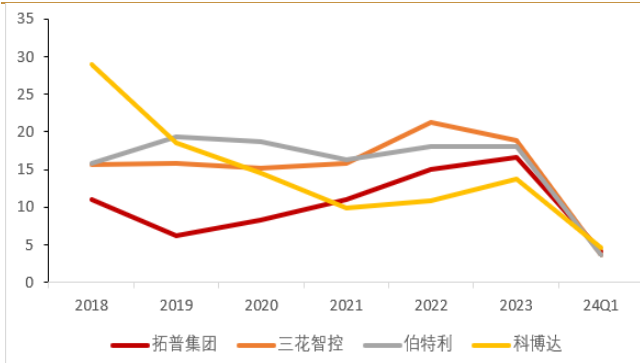
**公司盈利能力持续提升。**随着汽车行业的回暖并伴随着新能源汽车的产能扩大, 公司的主营业务收入持续提升, 同时, ROE 也持续随之增大, 2023 年 ROE 为 16.60%, 同比+0.6pp。公司 2023 年总资产周转率为 0.68 (次/年), 由于汽车产业生产链、销售链较长, 加上公司布局新产业链等原因, 总资产周转率相对较低, 公司资产周转较慢, 与行业相比, 2019-2023 年总资产周转率平均为 0.63 (次/年), 处于行业中游, 近年来较为稳定。

**图 90: 可比公司毛利率比较 (%)**


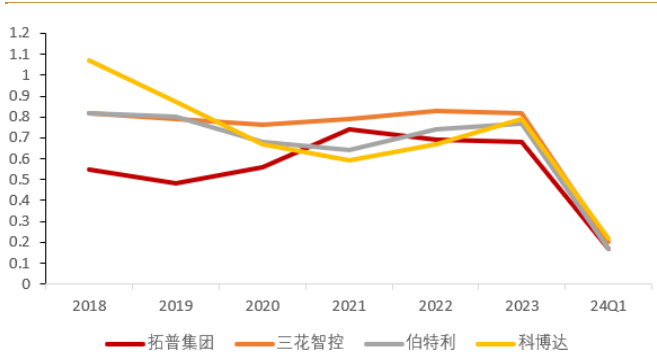
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 91: 可比公司净利率比较 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

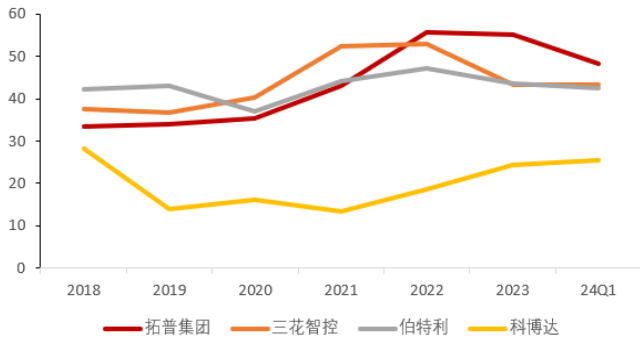
**图 92: 可比公司 ROE 比较 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

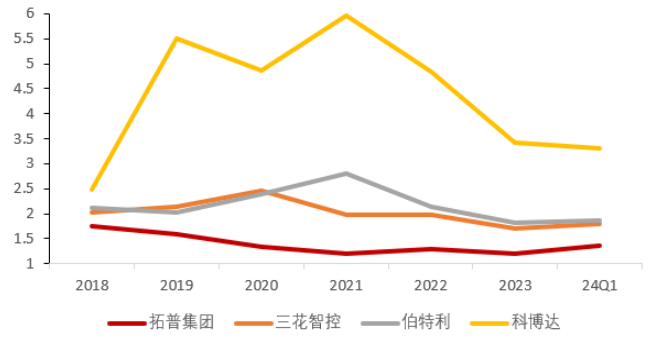
**图 93: 可比公司总资产周转率比较**


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司偿债能力处于行业中下游。2023年公司资产负债率为55.51%，处于行业较高水平，由于自2020年来，公司扩产，产业布局扩大，投身于新兴产业研发和生产的资金量增加，资产负债率近年来有明显上升趋势。公司流动比率有上升趋势，主要是由于企业利润增加，增加了结余现金资产，短期偿债能力有所增强。

**图 94：可比公司资产负债率比较 (%)**


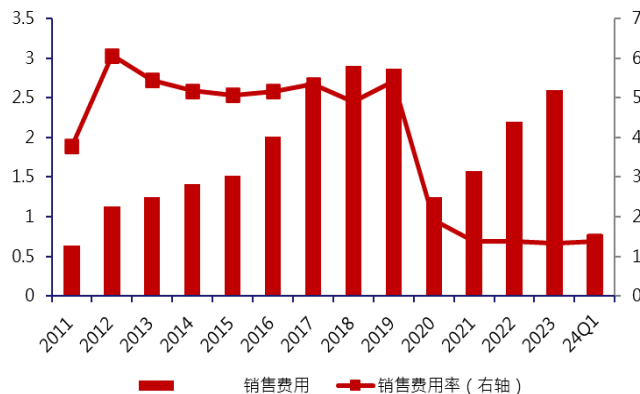
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 95：可比公司流动比率比较**


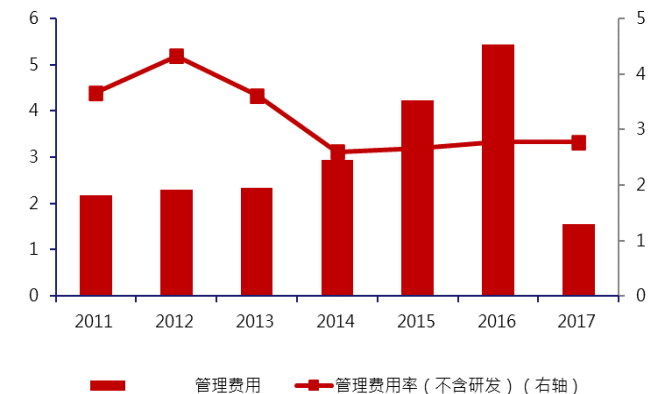
数据来源：Wind, 西南证券整理

### 3.3 研发费用率提升，总费用率保持基本稳定

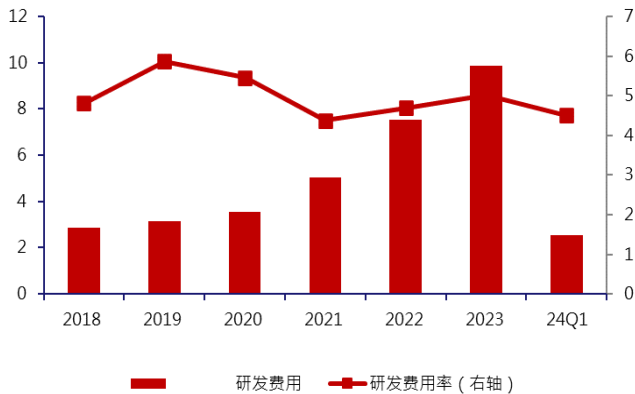
2023年公司总体费用率达9.52%，同比+0.87pp，较2019年下滑6pp，费用管控成效显著。23年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为1.31%/2.76%/5%/0.44%，同比分别-0.06/+0.11/+0.31/+0.51pp。2020年起，业务规模和产业布局的扩大使公司销售、管理、研发费用接年攀升，公司持续加大新产品开发，研发投入不断增长。分别来看，研发费用率的大幅提升使管理、销售费用率自21年以来保持相对的基本稳定，财务费用率近年来波动较大，主要由于新业务的融资成本波动以及汇率影响。

**图 96：公司销售费用 (亿元) 及销售费用率 (%)**


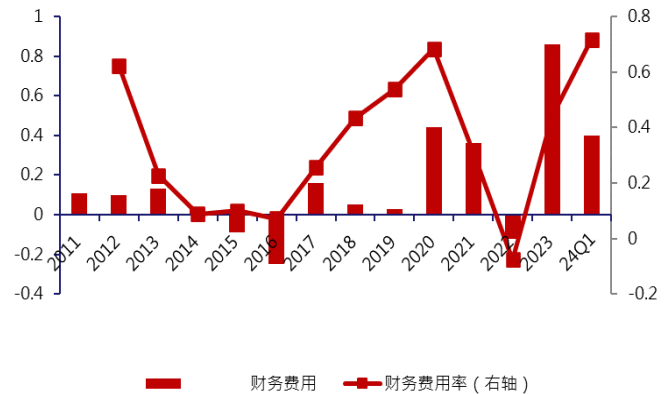
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 97：公司管理费用 (亿元) 及管理费用率 (%)**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 98：公司研发费用（亿元）及研发费用率（%）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 99：公司财务费用（亿元）及财务费用率（%）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1: 公司传统业务稳健增长, 预计 24-26 年橡胶减震产品销量分别为 1023/1095/1163 万件; 内饰功能件销量分别为 951/1088/1246 万件;

假设 2: 随着轻量化客户持续开拓及产品结构升级, 预计 24-26 年底盘系统销量分别为 780/935/1090 万件, 单价分别增长 1%/1%/1%;

假设 3: 随着热管理客户放量, 产能利用率提升, 预计 24-26 年热管理产品销量分别为 111/123/134 万件, 毛利率分别为 20%/21%/22%;

假设 4: 随着汽车电子客户逐渐量产, 预计 24-26 年底盘电子产品销量分别为 342/684/827 万件, 单价分别增长 3%/3%/3%, 座舱电子营收分别为 2.85/5.85/6.85 亿元; 汽车电子产品毛利率分别为 22%/22%/22%;

假设 5: 驱动执行器业务 2024 年起逐渐放量, 预计 24-26 年出货量分别为 0.3/1/15 万件。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

**表 16：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2023	2024E	2025E	2026E
橡胶减震产品	营业收入	42.99	47.97	51.35	54.57
	yoy	11.03%	11.58%	7.05%	6.27%
	毛利率	24.26%	24.50%	24.50%	24.50%
内饰功能件	营业收入	65.77	79.50	90.95	104.20
	yoy	20.39%	20.87%	14.41%	14.57%
	毛利率	19.98%	20.00%	20.00%	20.00%

单位：亿元		2023	2024E	2025E	2026E
底盘系统	营业收入	61.22	86.25	104.48	122.97
	yoy	37.73%	40.88%	21.14%	17.70%
	毛利率	23.23%	23.00%	23.00%	23.00%
热管理	营业收入	15.48	27.67	30.87	33.47
	yoy	13.08%	78.73%	11.57%	8.42%
	毛利率	18.93%	20.00%	21.00%	22.00%
汽车电子	营业收入	1.81	12.65	26.05	32.03
	yoy	-5.73%	598.90%	105.93%	22.96%
	毛利率	22.10%	22.00%	22.00%	22.00%
电驱&电源系统、牵引系统	营业收入	0.02	0.30	1.00	15.00
	yoy		1400.00%	233.33%	1400.00%
	毛利率	81.25%	70.00%	60.00%	30.00%
其他	营业收入	9.73	11.68	14.01	16.81
	yoy	49.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	43.78%	40.00%	40.00%	40.00%
总计	营业收入	197.02	266.01	318.70	379.05
	yoy	23.18%	35.02%	19.81%	18.93%
	毛利率	23.04%	22.81%	22.97%	23.25%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 266 亿元 (+35%)、318.7 亿元 (+19.8%) 和 379 亿元 (+18.9%)，归母净利润分别为 28.5 亿元 (+32.5%)、34.92 亿元 (+22.5%)、43.75 亿元 (+25.3%)，EPS 分别为 2.45/3/3.76 元，对应动态 PE 分别为 24/20/16 倍。

## 4.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取伯特利、德赛西威、科博达、三花智控四家上市公司作为可比公司，2023、2024 年平均估值分别为 32、25 倍。考虑到公司在 Tier0.5 平台型汽车零部件领域的领导地位以及未来 3 年利润增速，给予公司 24 年 30 倍 PE，目标价 73.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值（截止 2024.6.3 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603596.SH	伯特利	35.40	2.15	1.94	2.54	3.20	16.68	18.23	13.94	11.05
603786.SH	科博达	68.91	1.52	2.17	2.80	3.45	45.84	31.76	24.63	19.97
002920.SZ	德赛西威	99.58	2.81	3.79	4.91	6.20	35.74	26.27	20.30	16.06
002050.SZ	三花智控	21.33	0.81	0.96	1.15	1.35	28.42	22.23	18.54	15.85
平均值							31.67	24.62	19.35	15.73

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

(1) 原材料价格波动风险。原材料成本占公司总销售成本的大部分，受国际国内经济形势、国家宏观调控政策及市场供求变动等因素的影响，如果上游原材料短期内出现大幅上涨，公司产品价格未能及时调整，可能对公司经营业绩产生不利影响。

(2) 行业不景气风险。公司的产品主要应用于汽车行业，若未来全球经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，则可能导致汽车行业产销量持续下滑，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。

(3) 市场竞争加剧风险。随着汽车零部件行业不断发展，客户对产品技术水平和质量提出了更高要求，未来如果公司不能继续保持技术创新并及时响应市场和客户对先进技术和创新产品的需求，将对公司持续盈利能力和财务状况产生不利影响。

(4) 汇率波动风险。公司业务遍布全球，公司面临汇率起伏导致材料购买与制成品销售价格波动带来的经济损失。

(5) 客户集中度高的风险。公司第一大客户占比较高，如果第一大客户销量下滑，公司面临业务萎缩的风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	197.01	265.99	318.68	379.02	净利润	21.50	28.50	34.91	43.74
营业成本	151.63	205.31	245.47	290.90	折旧与摊销	12.25	8.77	8.77	8.77
营业税金及附加	1.48	2.00	2.40	2.85	财务费用	0.86	5.31	4.39	4.10
销售费用	2.59	3.19	4.14	4.55	资产减值损失	-0.71	-0.80	0.00	0.00
管理费用	5.44	18.35	22.31	26.53	经营营运资本变动	-4.80	11.87	-2.50	-3.08
财务费用	0.86	5.31	4.39	4.10	其他	4.57	1.22	2.22	0.82
资产减值损失	-0.71	-0.80	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>33.66</b>	<b>54.86</b>	<b>47.80</b>	<b>54.35</b>
投资收益	0.04	0.04	0.04	0.04	资本支出	-26.38	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-7.72	0.04	0.04	0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-34.10</b>	<b>-29.96</b>	<b>-29.96</b>	<b>-29.96</b>
<b>营业利润</b>	<b>24.76</b>	<b>32.66</b>	<b>40.01</b>	<b>50.13</b>	短期借款	-1.33	-0.83	0.38	-3.77
其他非经营损益	-0.14	-0.14	-0.15	-0.14	长期借款	-3.19	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>24.62</b>	<b>32.52</b>	<b>39.86</b>	<b>49.98</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.12	4.03	4.95	6.25	支付股利	-5.10	-6.45	-8.55	-10.48
净利润	21.50	28.50	34.91	43.74	其他	8.90	-19.57	-4.39	-4.10
少数股东损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-0.71</b>	<b>-26.85</b>	<b>-12.56</b>	<b>-18.35</b>
归属母公司股东净利润	21.51	28.50	34.92	43.75	<b>现金流量净额</b>	<b>-0.96</b>	<b>-1.95</b>	<b>5.27</b>	<b>6.03</b>
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	28.55	26.60	31.87	37.90	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	57.67	80.84	96.24	114.12	销售收入增长率	23.18%	35.02%	19.81%	18.93%
存货	32.45	44.62	52.50	63.06	营业利润增长率	25.21%	31.91%	22.49%	25.29%
其他流动资产	16.25	6.84	7.60	8.47	净利润增长率	26.55%	32.54%	22.51%	25.27%
长期股权投资	1.40	1.40	1.40	1.40	EBITDA 增长率	35.20%	23.43%	13.76%	18.48%
投资性房地产	0.23	0.23	0.23	0.23	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	145.18	168.09	190.99	213.90	毛利率	23.03%	22.81%	22.97%	23.25%
无形资产和开发支出	15.93	14.43	12.92	11.42	三费率	4.51%	10.10%	9.68%	9.28%
其他非流动资产	10.04	9.87	9.70	9.53	净利率	10.91%	10.71%	10.95%	11.54%
<b>资产总计</b>	<b>307.70</b>	<b>352.91</b>	<b>403.45</b>	<b>460.04</b>	ROE	15.56%	17.94%	18.85%	20.02%
短期借款	10.00	9.17	9.55	5.78	ROA	6.99%	8.07%	8.65%	9.51%
应付和预收款项	88.87	127.24	150.97	177.99	ROIC	12.80%	16.92%	17.83%	19.26%
长期借款	25.06	25.06	25.06	25.06	EBITDA/销售收入	19.22%	17.57%	16.68%	16.62%
其他负债	45.62	32.61	32.68	32.76	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>169.55</b>	<b>194.08</b>	<b>218.27</b>	<b>241.60</b>	总资产周转率	0.68	0.81	0.84	0.88
股本	11.02	11.63	11.63	11.63	固定资产周转率	1.95	2.38	3.05	3.89
资本公积	53.41	52.80	52.80	52.80	应收账款周转率	3.92	4.10	3.86	3.86
留存收益	72.05	94.10	120.47	153.74	存货周转率	4.53	5.18	4.91	4.89
归属母公司股东权益	137.84	158.53	184.90	218.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.38%	—	—	—
少数股东权益	0.30	0.29	0.28	0.27	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>138.14</b>	<b>158.83</b>	<b>185.18</b>	<b>218.44</b>	资产负债率	55.10%	55.00%	54.10%	52.52%
负债和股东权益合计	307.70	352.91	403.45	460.04	带息债务/总负债	35.05%	30.19%	27.02%	22.85%
					流动比率	1.20	1.16	1.17	1.21
					速动比率	0.91	0.84	0.84	0.87
					股利支付率	23.73%	22.64%	24.50%	23.96%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	37.87	46.74	53.17	63.00	每股收益	1.85	2.45	3.00	3.76
PE	32.35	24.41	19.92	15.90	每股净资产	11.85	13.63	15.90	18.76
PB	5.05	4.39	3.76	3.19	每股经营现金	2.89	4.72	4.11	4.67
PS	3.53	2.62	2.18	1.84	每股股利	0.44	0.56	0.74	0.90
EV/EBITDA	18.25	15.32	13.37	11.13					
股息率	0.73%	0.93%	1.23%	1.51%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	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
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@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
北京	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
	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
	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
	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
广深	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

---