

股票投资评级

买入 | 上调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.35
总股本/流通股本(亿股)	5.13 / 5.13
总市值/流通市值(亿元)	68 / 68
52周内最高/最低价	20.68 / 11.86
资产负债率(%)	35.2%
市盈率	14.67
第一大股东	国投高科技投资有限公司

研究所

分析师: 鲍学博
SAC 登记编号: S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
研究助理: 付秉正
SAC 登记编号: S1340123030008
Email: fubingzheng@cnpsec.com

亚普股份(603013)

汽车零部件出海先行者，持续高分红兼具成长潜力

● 投资要点

(1) “进窄门，行远路”，汽车储能业务领先供应商，全球产能布局已趋完善。亚普股份自成立以来深耕汽车储能系统赛道，汽车油箱业务长期保持全球第三、国内第一的市场地位。公司生产了中国第一只塑料油箱，也是中国最早“走出去”的汽车零部件企业之一，已在全球4大洲11个国家建立了25个生产基地和7个工程技术中心，近年来公司营收规模保持80亿元以上，海外营收占比常年维持在40%上下。

(2) 成长驱动力来自于核心产品单价提升及海外业务扩张。公司具备深厚的技术储备和优质的客户资源，目前覆盖大众、奥迪、通用等众多国际汽车厂商和一汽、上汽、长安等国内汽车厂商。公司研发了具备世界先进水平的两片式油箱吹塑工艺 YNTF® 产品，曾有力推动营收及业绩增长。伴随单价更高、适配混动汽车同时采用 Y-EMTS 技术的混动燃油系统在未来一段时间集中量产、交付，有望带动公司客户结构迭代、优化，并对中国国内传统燃油车销售下滑带来的不利影响。当前全球汽车市场除中国外电气化趋势放缓，公司具备全球产能调配能力，已将国内富余产能向新兴市场转移，静待海外业务放量，公司“出海”战略有望进入二次收获期。此外，公司积极实施产品组合与差异化策略，为未来转型储备动能，新开辟电池包壳体、储氢系统、热管理等业务多点开花。

(3) 具备持续高分红潜力。公司自2018年上市以来坚持连续分红，2018-2023年累计实施现金分红额达16.42亿元，派息融资比2.35，平均分红率61.1%。公司近年来经营性现金流量净额与资本开支之差逐渐走阔，货币资金储备越来越丰厚，2024中达21.00亿元，资产负债率自2019年以来明显下降，预期未来资本开支规模可控，以上因素支撑公司继续维持较大分红比例。

● 盈利预测及投资建议

预计公司2024-2026年营业收入分别为87.06/92.35/97.04亿元，归母净利润分别为5.42/6.13/7.12亿元，对应EPS为1.06/1.20/1.39元/股，当前股价对应PE分别为12.6/11.2/9.6倍。假设公司2024年分红率可以维持上市以来平均水平，按照我们对公司2024年盈利预测，当前股价对应股息率为4.85%，具备高股息投资价值。上调公司至“买入”评级。

● 风险提示

国际贸易环境恶化、汽车销量不及预期、汽车市场价格战加剧。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8583	8706	9235	9704
增长率(%)	1.66	1.43	6.07	5.08
EBITDA(百万元)	942.34	707.18	789.23	915.81
归属母公司净利润(百万元)	466.12	542.22	612.92	711.89
增长率(%)	-6.95	16.33	13.04	16.15
EPS(元/股)	0.91	1.06	1.20	1.39
市盈率(P/E)	14.68	12.62	11.16	9.61
市净率(P/B)	1.70	1.52	1.34	1.18
EV/EBITDA	7.79	6.67	5.41	3.89

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 亚普股份——汽车储能系统领先供应商，全球布局日臻完善.....	5
1.1 公司深耕汽车燃油储能赛道，国内市占率第一	5
1.2 营收利润稳定，海外属地化配套生产已成规模	6
2 成长驱动力：核心产品单价提升与海外市场持续挖潜.....	9
2.1 法规升级驱动油箱单价提升	9
2.2 海外纯电动步伐放缓，“出海”战略将迎二次收获期.....	11
2.3 开辟电池包壳体、储氢系统、热管理等新业务，储备转型动能.....	14
3 公司具备持续高分红潜力	15
3.1 上市以来保持良好分红记录	15
3.2 充裕现金流支持高分红预期	16
4 盈利预测及投资建议	16
5 风险提示	17

图表目录

图表 1: 亚普股份发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年中期报告)	5
图表 3: 公司营业收入及同比增速.....	6
图表 4: 公司营业收入结构.....	6
图表 5: 公司归母净利润及同比增速.....	7
图表 6: 公司毛利率及净利率.....	7
图表 7: 聚乙烯现货价格 (元/吨)	7
图表 8: 公司期间费用率.....	7
图表 9: 公司全球生产及研发能力分布.....	8
图表 10: 公司海外营收占比情况.....	8
图表 11: 公司海外工厂产能及利用率 (截至 2023 年底)	8
图表 12: 汽车油箱系统组成示意图.....	9
图表 13: 汽车油箱车身布置示意图.....	9
图表 14: 亚普股份两片式油箱吹塑工艺 YNTF [®] 示意图.....	9
图表 15: 采用 Y-EMTS 技术的混动燃油系统加强结构.....	9
图表 16: 公司近年油箱销量 (万只) 及单价 (元/只)	10
图表 17: 中国插电式混合动力乘用车零售销量及增速.....	10
图表 18: 公司油箱产品全球、国内市占率.....	11
图表 19: 部分跨国车企推迟电气化目标.....	11
图表 20: 亚普美国历年营收及净利润.....	12
图表 21: 亚普美国 2023 年产品单价高于公司产品单价.....	12
图表 22: 2024 年美国市场混合动力汽车销量增长显著.....	13
图表 23: 印度 2018-2023 年乘用车销量及增速.....	13
图表 24: 印度燃料用乙醇产量逐年攀升 (单位: 百万升)	13
图表 25: 公司布局电池包壳体、汽车热管理系统业务.....	14
图表 26: 公司布局燃料电池车载氢系统业务.....	14
图表 27: 公司自研 70Mpa 氢瓶口组合阀通过型式认证, 打破国外垄断.....	15
图表 28: 2018-2023 年公司现金分红总额及分红率.....	15
图表 29: 2018-2023 年公司股息率.....	15
图表 30: 公司经营性净现金流与资本开支之差走阔.....	16
图表 31: 公司货币资金及资产负债率.....	16

1 亚普股份——汽车储能系统领先供应商，全球布局日臻完善

1.1 公司深耕汽车燃油储能赛道，国内市占率第一

公司自成立以来专注汽车储能领域，生产了我国第一只塑料油箱。公司前身扬州汽车塑料件制造公司成立于 1988 年，最早为上海大众乘用车桑塔纳 B2 型轿车做塑料油箱开发。公司 2005 年向印度 ZAAPL 公司转让油箱技术协议，成为中国第一家也是唯一一家输出油箱制造技术的自主品牌企业，并由此逐步开启全球化业务布局。公司传统主营业务是燃油储能系统，客户覆盖大众、奥迪、通用等众多国际汽车厂商和一汽、上汽、长安等国内汽车厂商以及新能源造车新势力品牌，长期保持全球第三、国内第一的市场地位。2022 年公司成立热管理事业部，开始构建“储能业务+热管理系统”双主业发展格局。

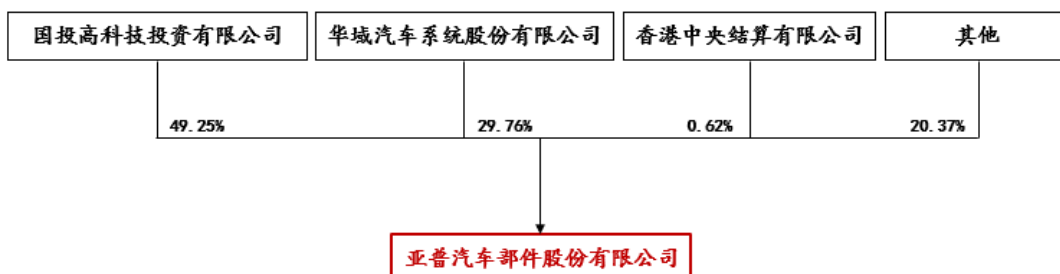
图表1：亚普股份发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

股权结构集中稳定，前两大股东合计持股比例近 80%，有利高效决策。公司实际控制人为国家开发投资集团有限公司，是中央企业中唯一的投资控股公司。截至 2024 年中期报告，公司第一大股东为国投高科技投资有限公司，持股比例 49.25%，第二大股东为华域汽车系统股份有限公司，持股比例 29.76%。前两大股东均为国有法人，合计持股比例 79.01%。

图表2：公司股权结构（截至 2024 年中期报告）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

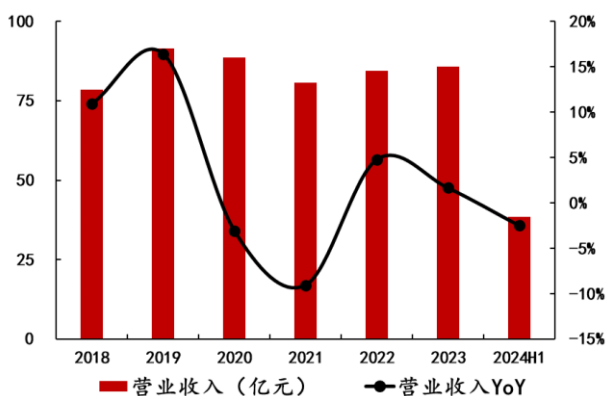
股权激励绑定核心团队。公司于2020年实施股权激励计划，向公司董事、中高级管理人员及核心技术（业务）人员共计265人授予限制性股票423.05万股。股权激励的考核办法体现了公司长期稳健发展的信心，且有利于激励员工工作积极性，完善公司治理结构，确保公司发展与股东利益最大化。

1.2 营收利润稳定，海外属地化配套生产已成规模

公司营收规模稳定。总体来看，公司营业收入波动中保持稳定，2018年上市当年为78.49亿元，2023年为85.83亿元，CAGR为+1.8%。其中2020年、2021年受疫情对供应链扰动的影响，公司国内、海外生产基地先后短暂停产，营收同比增速分别为-3.05%、-9.05%，2022年起公司经营逐步恢复正常，营收同比增速回正。2024上半年按实现营收38.52亿元，同比略降2.48%，主要系汽车行业价格战带来的年降压力所致。

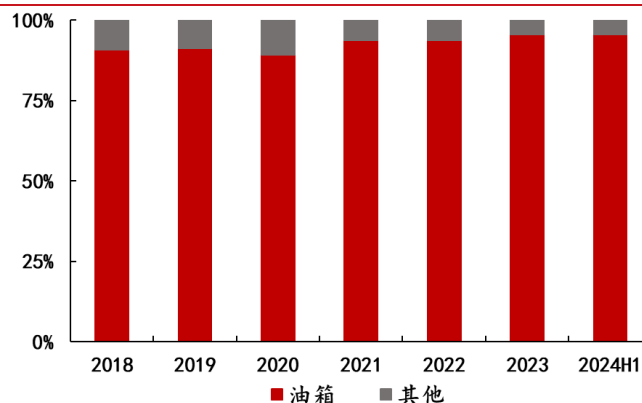
从产品结构看，汽车油箱是公司绝对核心产品。公司自成立以来，一直致力于汽车塑料油箱的研发、生产、销售，2018-2022年，油箱业务营收占比保持在90%以上，2023-2024H1，油箱业务营收占比超过95%。公司近年来在新业务方面也取得积极进展，热管理系统、电池包壳体、燃料电池储氢系统等产品逐步开始贡献营收，但规模较小，仍处起步培育阶段。

图表3：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表4：公司营业收入结构

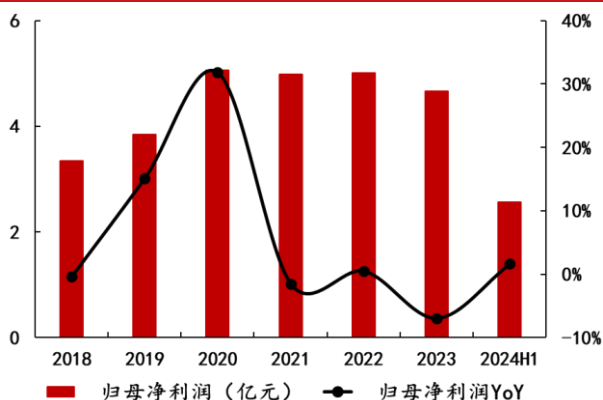


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

利润端：2020-2023年公司归母净利润总体保持稳定，其中2023年实现归母净利润4.66亿元，同比-6.95%，主要原因系子公司亚普美国于2020年取得的薪酬保障计划（PPP）贷款受到所在国监管部门追溯调查，公司以贷款本金及测算利息确认负债1120.07万美元，折算人民币7933.15万元计入非经常损益。如果不考虑上述当期非经常损益发生额，则2023年公司实现归母净利润5.45亿元，同比+8.85%。

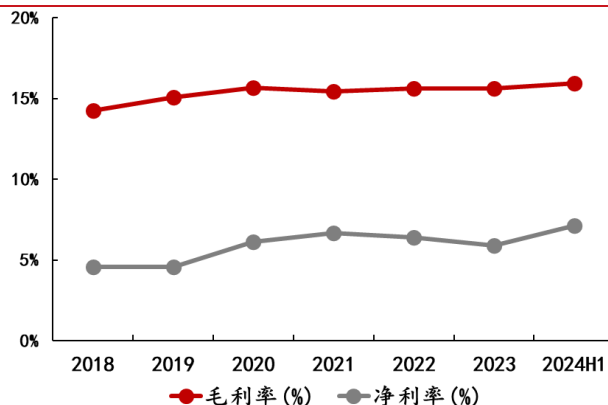
盈利能力：2018年至2024H1公司毛利率中枢维持在15%左右，公司采购物料主要为高密度聚乙烯等原材料和燃油泵配套件，虽然2020年会计准则变更将运输费从销售费用调整计入营业成本项目，对毛利率水平有一定拖累，但聚乙烯价格处于相对低位得以对冲，当年公司整体毛利率同比略有提升。公司净利率变化趋势与毛利率基本相近，2018年至2023年，公司净利率变化区间为4.55%-6.66%，2024H1净利率为7.14%，较上年同期+0.30pct。

图表5：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

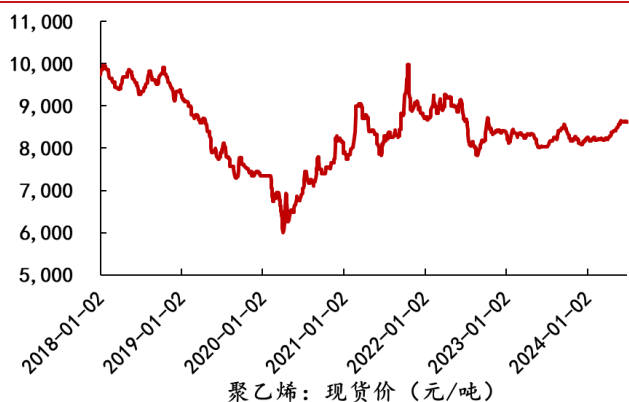
图表6：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

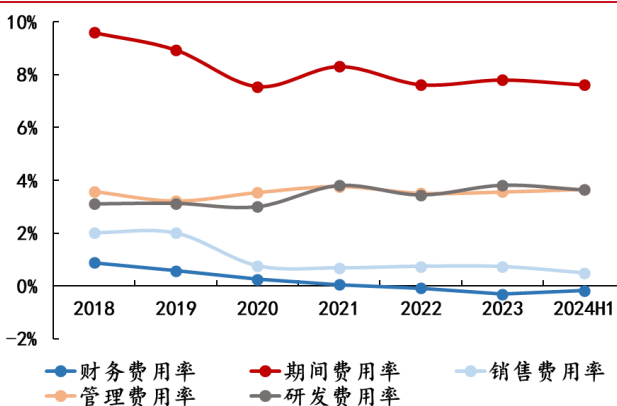
重视费用管控，期间费用率稳中略降：2018年至2023年，公司期间费用率从9.60%下降至7.80%，2024H1进一步下降至7.61%。其中2020年期间费用率同比-1.39pct，主要原因是会计准则变更导致当年销售费用率下降。公司持续加大研发投入强度，特别重视新业务的研发投入，研发费用率从2018年的3.11%稳步提升至2023年的3.82%。公司近年财务费用率保持相对较低水平。

图表7：聚乙烯现货价格（元/吨）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：公司期间费用率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

亚普股份是国内最早“走出去”的汽车零部件企业之一。公司早在1988年就为上汽大众生产的乘用车做配套，经过多年发展已形成广泛的客户布局，客户全面涵盖德系、美系、日系、法系及自主品牌，并通过中外合资汽车公司介入其全球车型的平台化开发，进一步取得拓展国外市场的机会。

由于汽车油箱异形、空腔的构型设计特点，通过海路运输的运效比较低，为满足客户需求，缩短运输半径，提升响应速度，公司2008年在印度建立第一个海外生产基地，由此拉开全球属地化生产能力建设的序幕。目前，公司已在全球4大洲11个国家建立了25个生产基地和7个工程技术中心，其中海外生产基地布局在美国、印度、捷克、墨西哥、巴西、俄罗斯和乌兹别克斯坦7个国家。

图表9：公司全球生产及研发能力分布

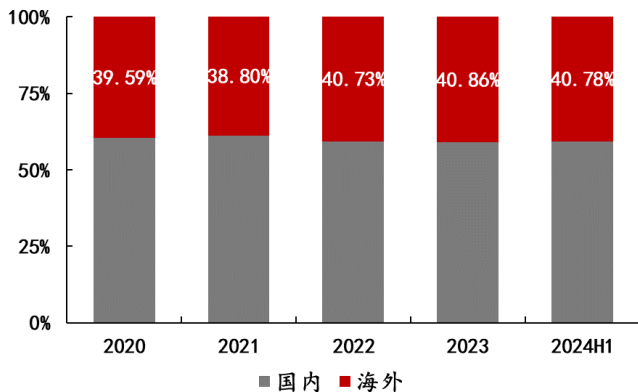


资料来源：上交所路演中心，中邮证券研究所

海外营收占比四成，全球产能灵活调配。公司一方面巩固国内业务基本盘，不断拓展新的自主品牌客户，另一方面依托全球布局优势和品牌影响力，大力拓展海外业务和市场。2020年至2024H1，海外营收占比稳定在40%左右。

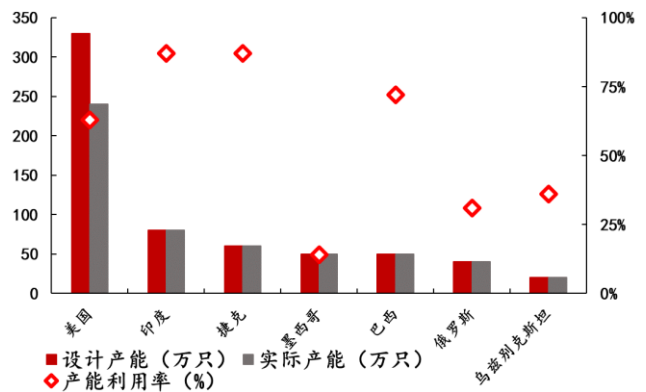
从全球产能分布上看，截至2023年年报，公司国内、海外油箱设计产能分别为1310、630万只，实际产能分别为1135、540万只，产能利用率分别为72.70%、62.15%。对公司而言，燃油系统业务未来在海外增长空间依然较大，海外业务营收规模及业绩贡献占比有望持续提升。公司正逐步将国内富余产能转移到印度、墨西哥等新兴经济体的海外子公司，并在美国、巴西、捷克等子公司分别部署多条自动化生产线，优化全球产能布局、提升智能化制造水平。

图表10：公司海外营收占比情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表11：公司海外工厂产能及利用率（截至2023年底）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 成长驱动力：核心产品单价提升与海外市场持续挖潜

2.1 法规升级驱动油箱单价提升

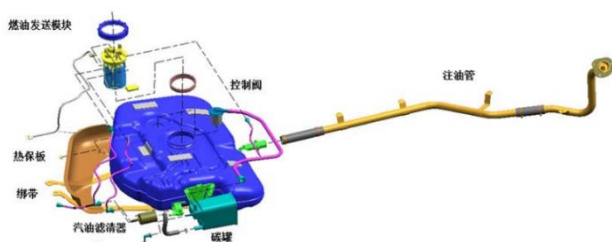
汽车塑料油箱是车辆上储存和输出燃油的功能部件，具有防止燃油回抽，防范漏油，抗冲击，耐腐蚀，低渗透，低噪音，耐火烧等特点，是汽车上重要的安全部件。加油管是输入燃油的功能部件，具有燃油加注，防止回抽的功能，具有抗冲击，耐腐蚀，低渗透，耐火烧等特点，也是汽车上重要的安全部件。

汽车油箱的生产工艺和所用材料经过若干技术迭代，总体而言大致可以分为两个阶段：

1) **金属油箱阶段**。金属油箱是以冷轧钢板、铝合金为材料制造的油箱，其特点是体积较大、结构简单、成型容易、模具成本相对较低；

2) **塑料油箱阶段**。塑料油箱采用高密度聚乙烯做基材，成型方便，外形能充分满足车身边底盘布置需求，相对金属油箱还具有安全性高、重量轻、耐腐蚀、耐冲击等优点。随着汽车工业的发展，基本型乘用车中塑料油箱的市占率逐年提高。

图表12：汽车油箱系统组成示意图



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

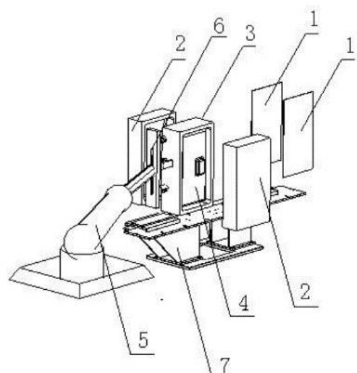
图表13：汽车油箱车身布置示意图



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

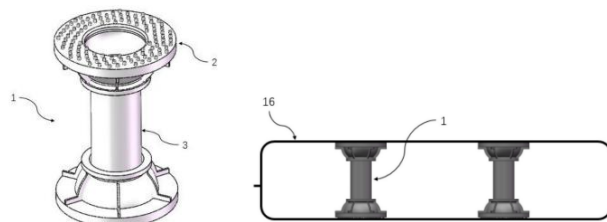
蒸发排放法规升级推动油箱产品技术迭代、价值提升。不同区域的蒸发排放法规差异直接

图表14：亚普股份两片式油箱吹塑工艺 YNTF[®]示意图



资料来源：发明专利《一种带辅助阳模的两片吹塑中空箱体成型方法》，中邮证券研究所

图表15：采用 Y-EMTS 技术的混动燃油系统加强结构



资料来源：发明专利申请《一种油箱内置立柱结构》，中邮证券研究所

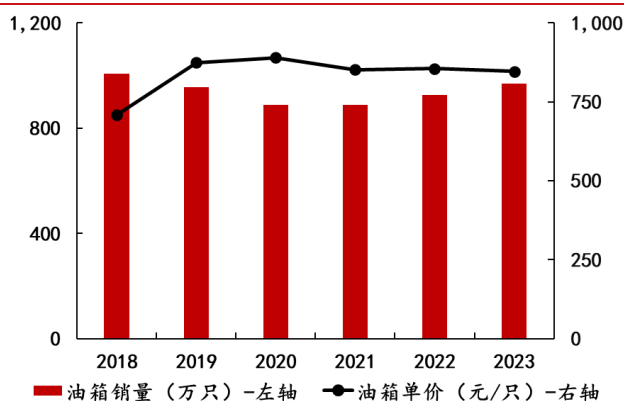
导致设计和产品差异，世界各国或经济体先后在不同市场领域内实施了控制汽车蒸发排放指标的法规。我国目前正在实施《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》标准即“国六”排放法规，与美国LEV II的要求类似，整车蒸发排放限值为700毫克/天，相比上一阶段（即“国五”）排放法规的2000毫克/天有明显加严。目前“国七”排放标准草案正在广泛征求意见，预计未来发布实施后也将对蒸发排放限值继续加严。亚普股份于2013年研发出两片式型坯油箱吹塑工艺YNTF[®]，可以实现阀管、支架、Baffle等零件内置，通过减少油箱开口和吹塑过程零件内置技术实现低排放目标，目前商业化应用已比较成熟、普遍。

此外，插电式混合动力汽车（含增程式汽车）可以在较长时间内使用纯电驱动，发动机长时间不工作，导致碳罐无法得到及时脱附，为了保障燃油蒸汽不会排入大气，通常选择将燃油蒸汽密闭在燃油箱内，油箱内会有较高压力，因此插电式混合动力汽车（含增程式汽车）一般使用金属油箱或者带有加强结构的塑料油箱。公司历时5年时间成功开发出可用于插电式混合动力汽车、采用Y-EMTS技术的混动燃油系统，借助内置立柱、复合材料、金属箍等增强结构满足插电式混动汽车油箱的机械性能要求。

通过公司历年油箱业务营业收入及油箱销量数据计算单只油箱销售单价，可以看出2018年公司油箱销售单价为708.5元/只，2019年为873.6元/只，2020年进一步提升至889.7元/只，分析主要原因是受益于国六排放标准于2019年逐步开始在部分省市和全国范围实施，公司单价较高的新产品YNTF[®]两片式油箱出货量快速增加。2021年至2023年，油箱单价分别为851.6/855.0/846.1元/只，较2020年高点有所回落，我们认为主要是国内汽车市场价格战带来的年降压力所致。

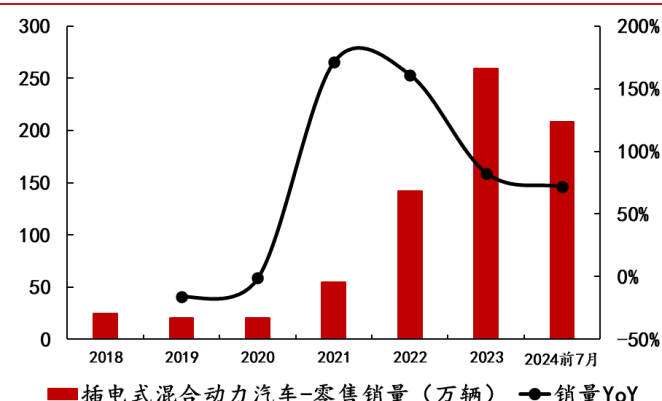
混动汽车崛起是公司客户结构优化转型的契机，为公司带来结构性增长机会。当前各大车企纷纷加大在插电式混合动力领域的投入，插混汽车市场呈现供需两旺格局，2022年、2023年及2024年1-7月分别实现国内零售142.1万台、259.3万台和208.4万台，同比增速分别为160.7%、82.5%和71.6%，均高于同期纯电动汽车销量增速。亚普股份研发的适配于插混汽车（含增程式）、采用Y-EMTS技术的混动燃油系统，结构工艺较传统燃油系统更为复杂，单件价格也高于传统燃油系统。2024年上半年，公司共获得多家自主品牌客户新能源混动项目20多个，创历史新高，生命周期预计将为公司带来700万只新产品销量。随着采用Y-EMTS技术

图表16：公司近年油箱销量（万只）及单价（元/只）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表17：中国插电式混合动力乘用车零售销量及增速



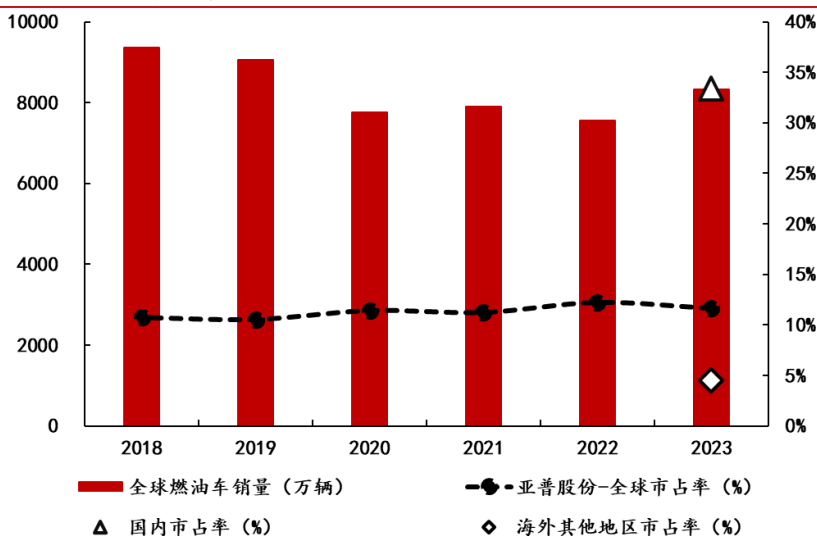
资料来源：乘联会，iFind，中邮证券研究所

的混动燃油系统在未来一段时间量产、交付，对产品销售单价、公司业绩提升的促进有望复刻 YNTF® 技术应用量产之初的轨迹。

2.2 海外纯电动步伐放缓，“出海”战略将迎二次收获期

公司全球市占率约 12%，海外市场仍有较大成长空间。以公告披露油箱销量数据计算公司在 2018-2023 年全球市占率约为：10.7%、10.5%、11.4%、11.2%、12.3%、11.7%，市场份额相对稳定。以公司国内、海外各工厂实际产能利用率估算出货量，计算得出公司 2023 年国内市占率约 33.4%，海外其他地区市占率约 4.5%。相比国内市场，海外市场仍有可观增长弹性。

图表18：公司油箱产品全球、国内市占率



资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

当前全球范围除中国外，其他国家或经济体近期集体放缓了新能源汽车的发展步伐，有利于稳定公司海外业务中长期发展预期。

1) 国家政策方面：英国将禁售燃油车时间推迟 5 年至 2035 年；德国 2023 年底取消部分

图表19：部分跨国车企推迟电气化目标

汽车品牌	原电气化目标	现电气化目标
沃尔沃	2030 年仅销售纯电动汽车	2030 年插电式混合动力车和纯电池车型不低于总销量 90%
奔驰	2025 年电动汽车销售占比 50%；2030 年全面电动化	不再坚持 2030 年全面电动化目标；2030 年电动汽车销售占比 50%
保时捷	2030 年电动汽车销量占比 80%	放弃前述目标
福特	2026 年电动汽车产量超过 200 万辆，2030 年前实现欧洲车型全面电动化	新能源转向混合动力车型，加大燃油汽车生产力度
通用	2025 年底在北美拥有年产 100 万辆电动汽车能力	推迟前述目标

资料来源：北京商报，澎湃新闻，汽车产业前线观察，中邮证券研究所

纯电动汽车购买补贴；法国于 2024 年初降低电动汽车补贴金额；美国放宽“2030 年减少尾气排放及提高电动汽车销量”的目标。

2) 汽车生产企业层面：车企面临着运营成本增加、政府补贴减少、“价格战”愈演愈烈、充电基础设施建设不及预期的负面影响因素，在此大环境下，一些跨国车企开始放缓电动化节奏。

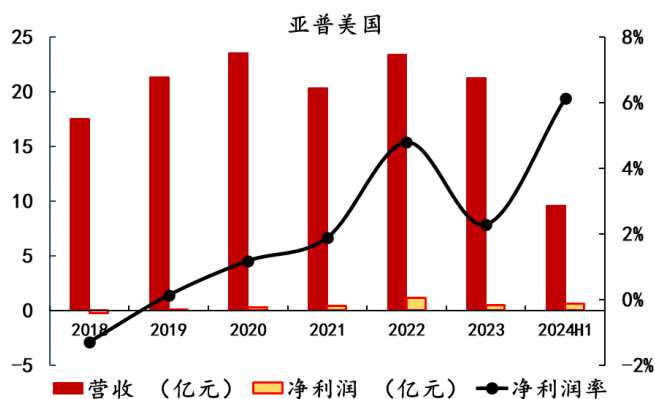
亚普股份因地制宜，在海外市场采取不同应对策略提升市占率。

- **亚普美国：混动汽车业务有望放量。**亚普美国工厂是公司产能最大也是最重要的海外生产基地。

1) 产能、客户及市占率方面：亚普美国工厂设计总产能 330 万只/年，2023 年实际产能 240 万只，客户主要覆盖通用、克莱斯勒、福特、大众等美国市场主流车企。参考 2023 年美国不含纯电动的轻型车总销量 1440 万辆，按当年实际产能利用率估算，**2023 年公司在美国市场占有率约为 10.5%**。

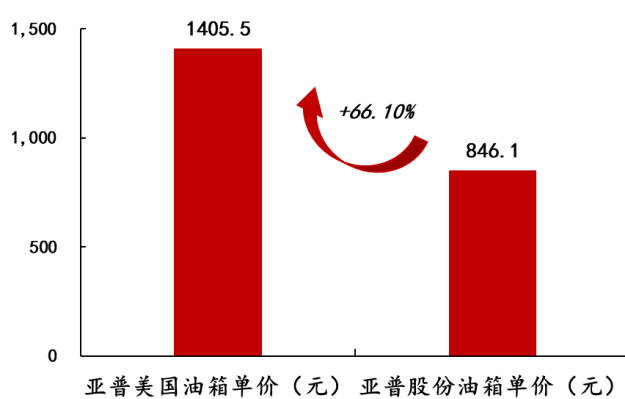
2) 营收及盈利能力方面：亚普美国自 2019 年扭亏后，盈利能力稳步提升，2024H1 营收、净利润分别为 9.56、0.58 亿元，净利率为 6.12%，达历史同期高位。亚普美国销售产品多为技术含量和边际贡献较高的 YNTF[®] 油箱，我们估算 2023 年亚普美国油箱销售单价为 1405.5 元/只，远高于同期公司油箱平均销售价格 846.1 元/只。

图表20：亚普美国历年营收及净利润



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表21：亚普美国 2023 年产品单价高于公司产品单价



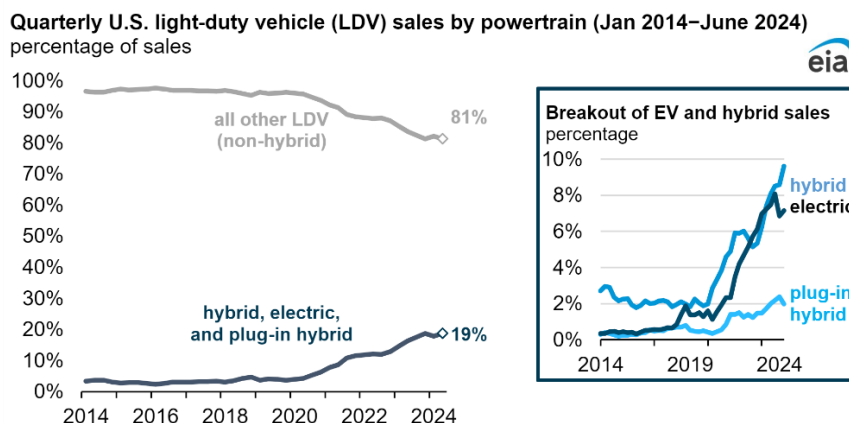
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3) 美国市场前景：2024 年以来，美国新车市场中混合动力（普混）车型销售强劲，今年 1-7 月美国市场普混车型的总销量同比+33.7%达 84.1 万辆，已经超过纯电与插电车型销量之和。由此推算，2024 年全年美国普混销量将超 140 万辆，乐观估计可达 150 万辆，这也意味着普混将在 2024 年超过纯电（全年预期销量 130 万辆），成为美国市场仅次于传统燃油车的第二大细分动力形式。

我们认为，亚普股份在美国市场深耕多年，盈利能力逐步进入预期健康区间，未来有望凭

借与当地主机厂建立的长期合作粘性，在传统燃油车型的基础上快速拓展混动车型，实现订单产品结构的升级，再叠加较强产品力（价格高于公司平均售价），将助力亚普美国产品销售量价齐升，并在业绩端释放明显增量。

图表22：2024年美国市场混合动力汽车销量增长显著



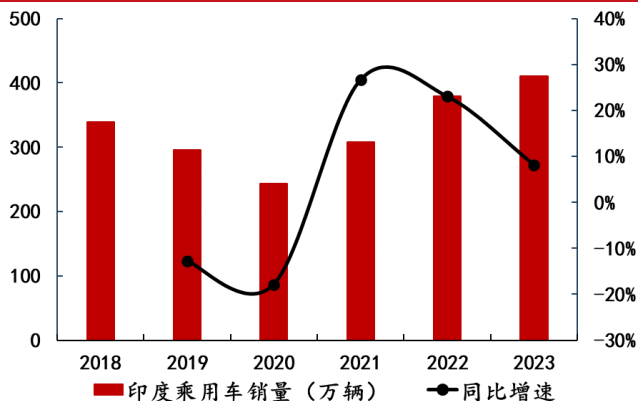
资料来源：eia，中邮证券研究所

- **亚普印度：新增产能满足订单需求。**印度是公司搭建海外属地化生产能力的第一站，目前公司在印度共设有钦奈、普宁两家工厂。

1) 产能、客户、市占率方面：在所有海外工厂中，亚普印度产能体量仅次于亚普美国，截至2023年底印度两家工厂合计油箱产能80万只，客户主要覆盖印度大众、印度福特、印度通用和马恒达汽车。参考2023年印度不含纯电动的乘用车总销量402万辆，按当年实际产能利用率估算，2023年公司在印度市场占有率约为17.3%。

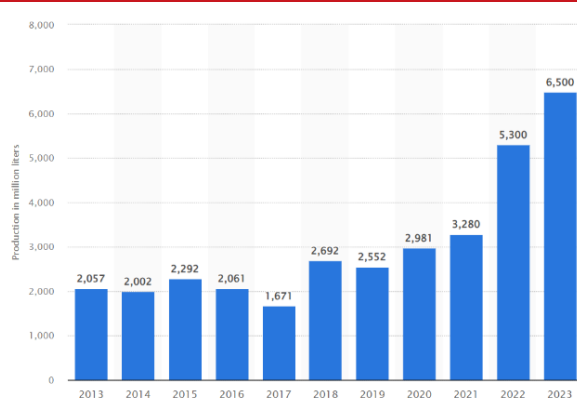
2) 印度市场前景：印度汽车市场在2020年经历疫情冲击高峰之后迅速复苏，2021-2023年分别实现乘用车销售308.2/379.2/410.2万台，同比增速分别为+26.7%/+23.0%/+8.2%。为

图表23：印度2018-2023年乘用车销量及增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表24：印度燃料用乙醇产量逐年攀升（单位：百万升）



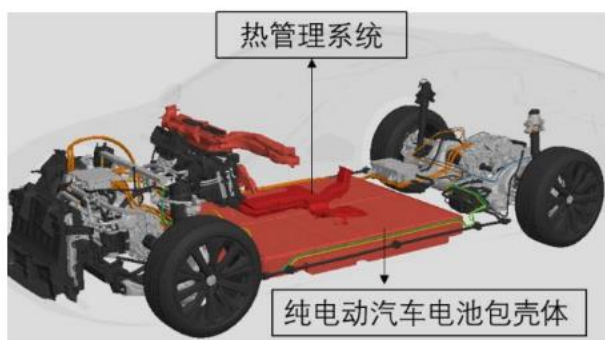
资料来源：Statista，中邮证券研究所

了降低交通工具碳排放强度，印度政府正在积极实施乙醇混合汽油 Ethanol Blended Petrol (EBP) 计划，目标是到 2025 年在全国加油站推广使用 E20 燃料（汽油与 20%乙醇的混合物）。由于乙醇对金属会产生腐蚀作用，若 EBP 计划如期实施，将推动印度市场汽车用油箱从金属材料向塑料材质的切换，亚普股份在印度塑料油箱市场的占有率可以得到进一步提升。2024 年上半年，公司已经完成了国内富余产能向印度等新兴国家市场的转移，以应对新增订单需求。

2.3 开辟电池包壳体、储氢系统、热管理等新业务，储备转型动能

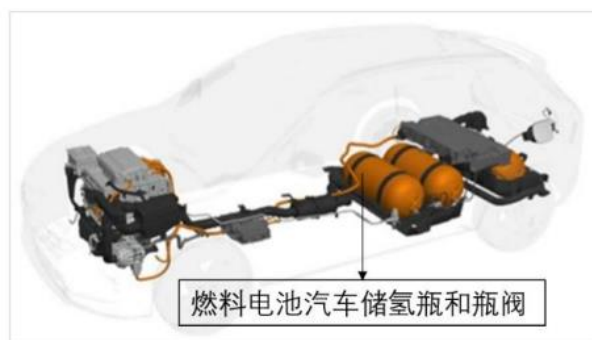
面对汽车市场新能源转型浪潮，近年来公司一方面巩固传统业务的市场地位、努力挖掘海外市场潜力，另一方面也在积极实施产品组合与差异化策略，努力构建“储能业务+热管理系统”双主业发展格局。其中，储能业务从“储油”的燃油系统向“储化学能”的电池包、“储氢能”的车载氢系统延伸；同步立足产品共性特点，开发汽车热管理产品，取得积极进展。

图表25：公司布局电池包壳体、汽车热管理系统业务



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表26：公司布局燃料电池车载氢系统业务



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司自研电池包上盖产品已获得项目定点并批量供货。动力电池壳体之前较多采用金属材料，包括钢、铝合金等，但随着行业对电池能量密度、保温性能等需求逐步提升，电池包上盖所用金属材料已逐渐被轻量化复合材料所取代，并在量产车型上大规模应用。公司先后攻克 PCM 连续玻纤增强复合材料工艺等技术难题，研发的电池包壳体产品具有轻质高强的优势，可有效提升电池能量密度，提高纯电汽车续航里程。公司已向客户交付自研电池包上盖，实现了从传统储能产品向新型储能产品的关键转型。此外，公司同步进行热塑性模压上盖预研，已完成样件试制，电池包底护板已完成产品试制和验证工作。

公司自研氢能汽车用 70MPa 瓶口组合阀通过最新国标认证，为国内首家。2023 年中国燃料电池汽车销量 0.6 万辆，同比增长 72%，呈现增长趋势，氢燃料系统短中期仍然以搭载商用车为主，渗透率偏低。但从中长期看，燃料电池汽车独特的优势在于实现了零污染排放，具备广阔发展前景和市场潜力，有望持续受到路权、资金补贴等方面的政策激励。公司车载储氢系统现已交付十余家国内主流商用车客户，目前正在准备 IV 型储氢瓶的资质获取。公司自研 70Mpa 氢瓶口组合阀在 2024 年 7 月通过最新国家标准 GB/T 42536-2023 型式试验认证并取证，打破了国外垄断，且在抗拉强度、屈服强度、延伸率等方面较国家标准提高 8%-27%，大幅提高了阀门的安全系数。目前该 70Mpa 系列阀门正在积极对接国内外客户项目。

图表27：公司自研 70Mpa 氢瓶口组合阀通过型式认证，打破国外垄断

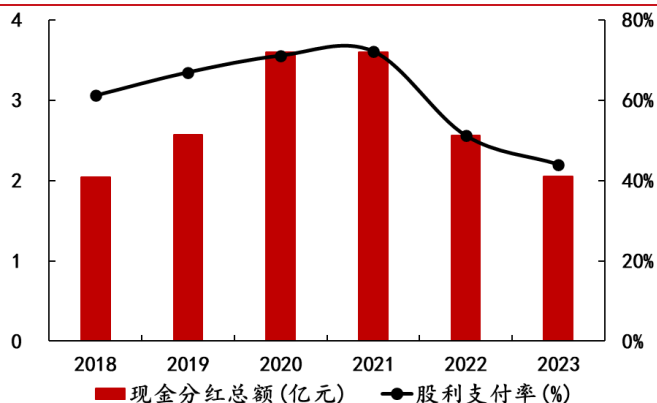

资料来源：新浪财经，中邮证券研究所

公司汽车热管理、储能热管理业务协同推进。混动、纯电动和氢能源等新能源汽车对热管理系统产品提出了更高、更多要求，单车热管理系统价值量也出现较大增长。公司于2022年依托杭州分公司成立热管理事业部，目前已获得若干集成模块及关键零部件的项目定点，预计24年开始供货。同时，公司持股比例30%的储能热管理合资公司江西恩普新能源科技有限公司已于2024年1月在江西省于都县注册成立，未来将帮助公司在储能热管理领域取得实质性开拓进展。

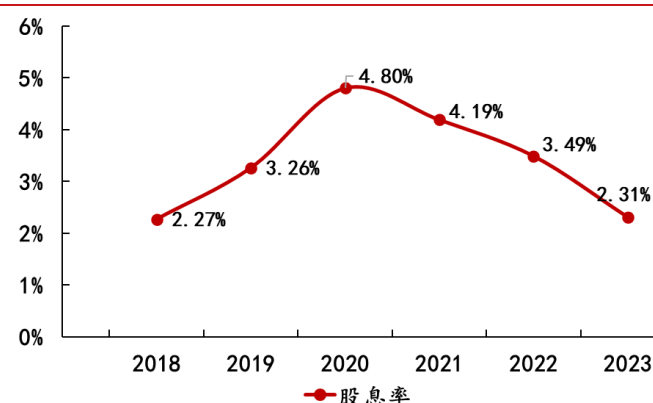
3 公司具备持续高分红潜力

3.1 上市以来保持良好分红记录

公司自2018年上市6年来坚持每年分红，2018-2023年累计实施现金分红总额达16.42亿元，派息融资比2.35。平均分红率达61.1%，其中2020年及2021年均超过70%，以每年末最

图表28：2018-2023年公司现金分红总额及分红率


资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

图表29：2018-2023年公司股息率


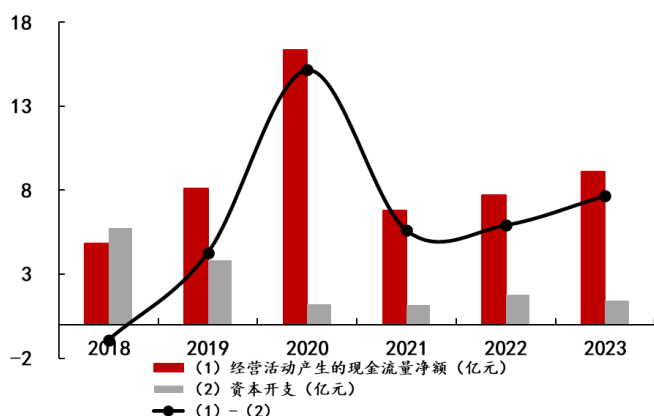
资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

后一个交易日收盘价计算，年度股息率均大于 2%。另外，公司于 2024 年 8 月 27 日发布中期分红预案，为上市以来首次，拟每股分派 0.05 元（含税），当期分红率为 9.98%，按照当前鼓励多分红和加大分红频次的政策指引，叠加公司本期中期分红，我们预计 2024 年公司全年分红比例较往年平均水平总体维持稳定。

3.2 充裕现金流支持高分红预期

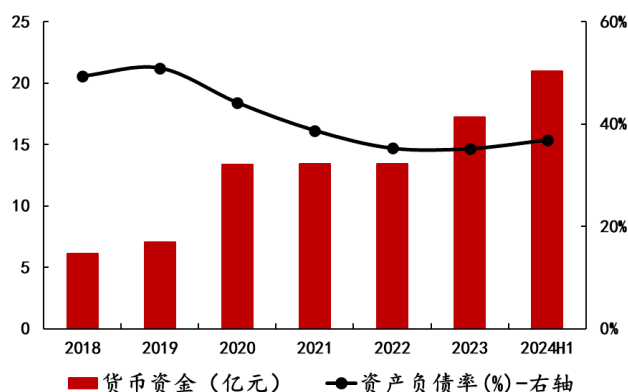
我们认为公司具备持续大比例分红的潜力。首先，2021-2023 年公司经营性现金流量净额与资本开支之差逐渐走阔，分别为 5.61 亿元、5.92 亿元、7.67 亿元；其次，公司货币资金储备越来越丰厚，从 2018 年的 6.13 亿元提升至 2024 中的 21.00 亿元，同期资产负债率自 2019 年以来明显下降，截至 2024 年中期报告为 36.9%，在汽车零部件上市公司中属于中等偏下水平，也可印证公司资金状况良好；第三，公司核心主营-传统燃油系统业务在全球产能布局已趋完善，未来资本性开支主要聚焦两个方向，一是应对混动产品放量所做的燃油系统生产线改造投资，另外是配合热管理、储氢、电池包壳体等新兴业务的研发投资，而我们预计这两项资本开支规模可控，不会对未来分红预期形成较大负面拖累。

图表30：公司经营净现金流与资本开支之差走阔



资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

图表31：公司货币资金及资产负债率



资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

4 盈利预测及投资建议

考虑到公司传统燃油业务新增订单在国内、海外的释放节奏，以及热管理、储氢系统、电池包壳体等新业务的量产进度，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 87.06/92.35/97.04 亿元，归母净利润分别为 5.42/6.13/7.12 亿元，同比 +16.3%/+13.0%/+16.2%，对应 EPS 为 1.06/1.20/1.39 元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.6/11.2/9.6 倍。

假设公司 2024 全年分红率维持 2018-2023 年平均分红率水平 (61.1%)，按照我们对公司 2024 年盈利预测，当前股价对应股息率为 4.85%，具备高股息投资价值。上调公司至“买入”评级。

5 风险提示

国际贸易环境恶化、汽车销量不及预期、汽车市场价格战加剧。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	8583	8706	9235	9704	营业收入	1.7%	1.4%	6.1%	5.1%
营业成本	7244	7310	7741	8110	营业利润	5.9%	1.4%	12.3%	16.2%
税金及附加	32	33	34	36	归属于母公司净利润	-7.0%	16.3%	13.0%	16.1%
销售费用	62	65	65	63	获利能力				
管理费用	306	324	329	340	毛利率	15.6%	16.0%	16.2%	16.4%
研发费用	328	341	340	313	净利率	5.4%	6.2%	6.6%	7.3%
财务费用	-26	0	0	0	ROE	11.6%	12.1%	12.0%	12.2%
资产减值损失	-13	-12	-10	-10	ROIC	12.6%	12.0%	11.9%	12.2%
营业利润	663	672	754	877	偿债能力				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	35.2%	32.6%	30.5%	28.6%
营业外支出	81	1	1	1	流动比率	2.39	2.63	2.89	3.15
利润总额	583	673	756	878	营运能力				
所得税	79	88	94	109	应收账款周转率	7.74	7.85	7.97	7.92
净利润	504	585	662	769	存货周转率	8.22	8.42	8.66	8.70
归母净利润	466	542	613	712	总资产周转率	1.38	1.30	1.26	1.19
每股收益(元)	0.91	1.06	1.20	1.39	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.91	1.06	1.20	1.39
货币资金	1723	2334	2775	3487	每股净资产	7.83	8.77	9.97	11.36
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1303	1334	1428	1488	PE	14.68	12.62	11.16	9.61
预付款项	32	41	39	41	PB	1.70	1.52	1.34	1.18
存货	1034	1035	1098	1132	现金流量表				
流动资产合计	4613	5127	5851	6709	净利润	504	585	662	769
固定资产	1159	1162	1164	1167	折旧和摊销	304	35	34	38
在建工程	115	112	110	107	营运资本变动	97	106	-219	-51
无形资产	162	157	147	142	其他	6	-4	3	-1
非流动资产合计	1813	1832	1843	1858	经营活动现金流净额	911	722	479	754
资产总计	6426	6958	7693	8566	资本开支	-142	-43	-39	-47
短期借款	55	55	55	55	其他	19	-5	1	5
应付票据及应付账款	1581	1610	1669	1768	投资活动现金流净额	-123	-49	-38	-42
其他流动负债	298	286	300	305	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1933	1951	2024	2128	债务融资	-57	-1	0	0
其他	331	320	320	320	其他	-333	-50	0	0
非流动负债合计	331	320	320	320	筹资活动现金流净额	-390	-51	0	0
负债合计	2264	2271	2344	2448	现金及现金等价物净增加额	397	611	441	713
股本	513	513	513	513					
资本公积金	780	780	780	780					
未分配利润	2421	2846	3367	3972					
少数股东权益	147	190	239	297					
其他	301	359	451	558					
所有者权益合计	4162	4688	5350	6119					
负债和所有者权益总计	6426	6958	7693	8566					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048