

秦安股份：深耕动力系统轻量化结构件，顺利转型新能源市场

华西证券汽车团队

2024年 10月11日

分析师：白宇

SAC NO: S1120524020001

分析师：赵水平

SAC NO: S1120524050002

目录

- 1 长期深耕动力系统轻量化结构件，客户结构不断拓展
- 2 混动优势不断显现，轻量化结构件应用场景不断丰富
- 3 技术工艺积累完备，产品顺利拓展至新能源车
- 4 盈利预测与估值
- 5 风险提示

 1 长期深耕动力系统轻量化结构件，客户结构不断拓展

1.1 公司长期深耕动力系统轻量化结构件

- 重庆秦安机电股份有限公司成立于1995年9月，前身是重庆秦安机电制造有限公司，是一家主要从事汽车发动机3C核心零部件气缸体、气缸盖、曲轴；变速器关键零部件箱体、壳体及混合动力变速器箱体、增程式发动机缸体缸盖、纯电动车电机壳体等产品的研发、生产与销售的公司。
- 1999年-2007年增资至6000万，2011年3月31日为基准日变更为重庆秦安机电有限公司，公司于2012年10月向实控人YUANMING TANG增发股份，收购秦安铸造100%股权，通过这次收购，秦安股份业务体系更加完整和丰富。2017年在上海证券交易所挂牌交易，2018年推出“再造升级”战略，设立子公司美津秦安涉足新能源领域，从事混合动力驱动系统产品的研发工作。

图 3-1：秦安股份发展历史



资料来源：秦安股份招股说明书，华西证券研究所

1.2 产品涵盖各类动力系统结构件，不断向新能源领域拓展

- 汽车发动机是曲柄连杆机构以及配气机构的组合平台，由气缸体(Cylinderblock)、气缸盖(Cylinderhead)、曲轴(Crankshaft)、凸轮轴(Camshaft)、连杆(Connector)五大核心部件组成，因此上述五部件行业内统称为汽车发动机核心 5C 件。公司以其中的 3C 件，即气缸体、气缸盖和曲轴为主要产品。
- 混合动力变速器箱体、增程式发动机缸盖、纯电动车电机壳体等。
- 公司目前正在开发混合电驱动系统总成，混合电驱动系统有五大组成部分：发动机、减速器、驱动电机、发电机、电机控制器。

图 1-2：秦安股份核心产品



资料来源：秦安股份年报，华西证券研究所

1.3 客户结构丰富，成功覆盖乘用车与商用车等各类客户

- 随着公司近年来业务的不断拓展，目前客户覆盖了乘用车和商用车客户，构建起了以长安福特、理想新晨、中国一汽、江铃福特、吉利汽车、长安汽车、东安动力、柳州五菱、上汽通用五菱、北汽福田等业界优质的整车及动力平台的客户群体。随着客户数量增加，客户结构进一步优化，产品类别日益丰富，公司产品由燃油发动机、变速器核心零部件延伸至新能源混合动力专用发动机核心零部件、变速器关键零部件及电机壳体等全新领域产品，能不同程度的满足燃油、混合动力、纯电动等不同车型需求，顺应市场，实现了与行业前沿发展的高质量接轨。

图 1-3： 秦安股份客户群丰富



1.4 公司营收规模迅速扩大，成功实现扭亏为盈

- 秦安股份在过去五年中表现出良好的增长势头，成功实现扭亏为盈
 - 营收从2019年的5.96亿元增长至2023年的17.4亿元，期间2021年至2022年有小幅下滑，但整体增长显著。
 - 与此同时，公司利润更是实现了从亏损1.15亿元到盈利2.9亿元的飞跃，特别是在2023年，利润同比增长123.08%，远超营收增长速度，显示出公司盈利能力的显著提升和经营效率的优化。

图 1-4：秦安股份营收及增速、利润及增速图

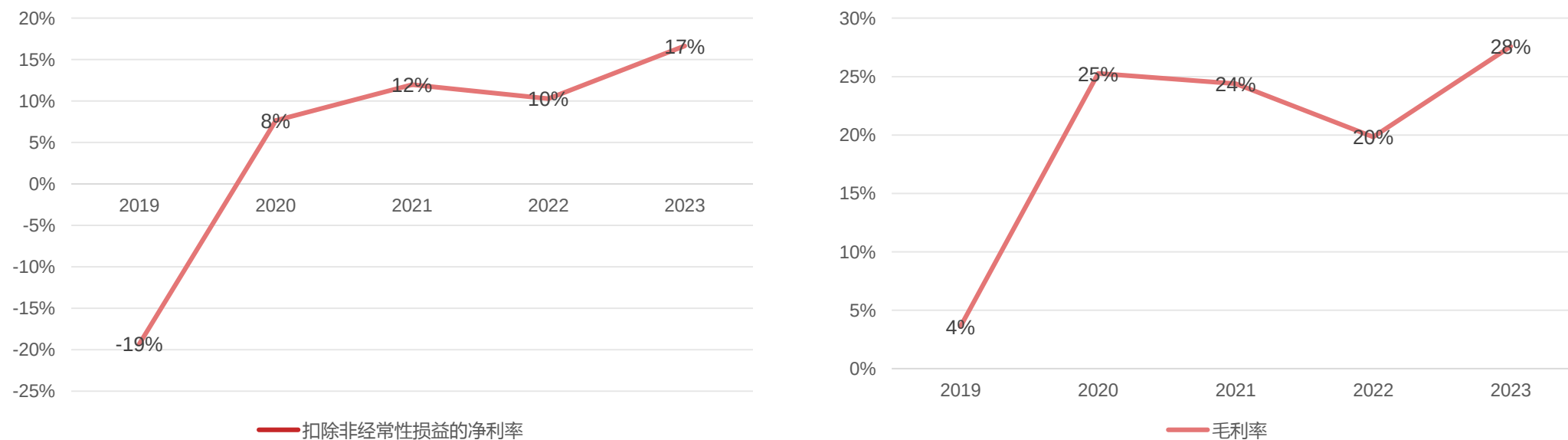


资料来源：秦安股份年报，华西证券研究所

1.5 毛利率及净利率近年来出现明显改善

- 秦安股份在过去五年中，其净利率和毛利率均呈现出积极的增长趋势。净利率从2019年的亏损19%转变为2020年的盈利8%，并在2023年达到最高点17%，这一显著提升反映了公司盈利能力的增强和经营效益的改善。同时，毛利率也从2019年的4%增长至2023年的28%，表明公司在产品定价和成本控制方面取得了显著成效，能够维持较高的利润空间。总体来看，秦安股份在盈利能力和成本管理方面的持续优化，为其带来了更加稳健的财务表现。

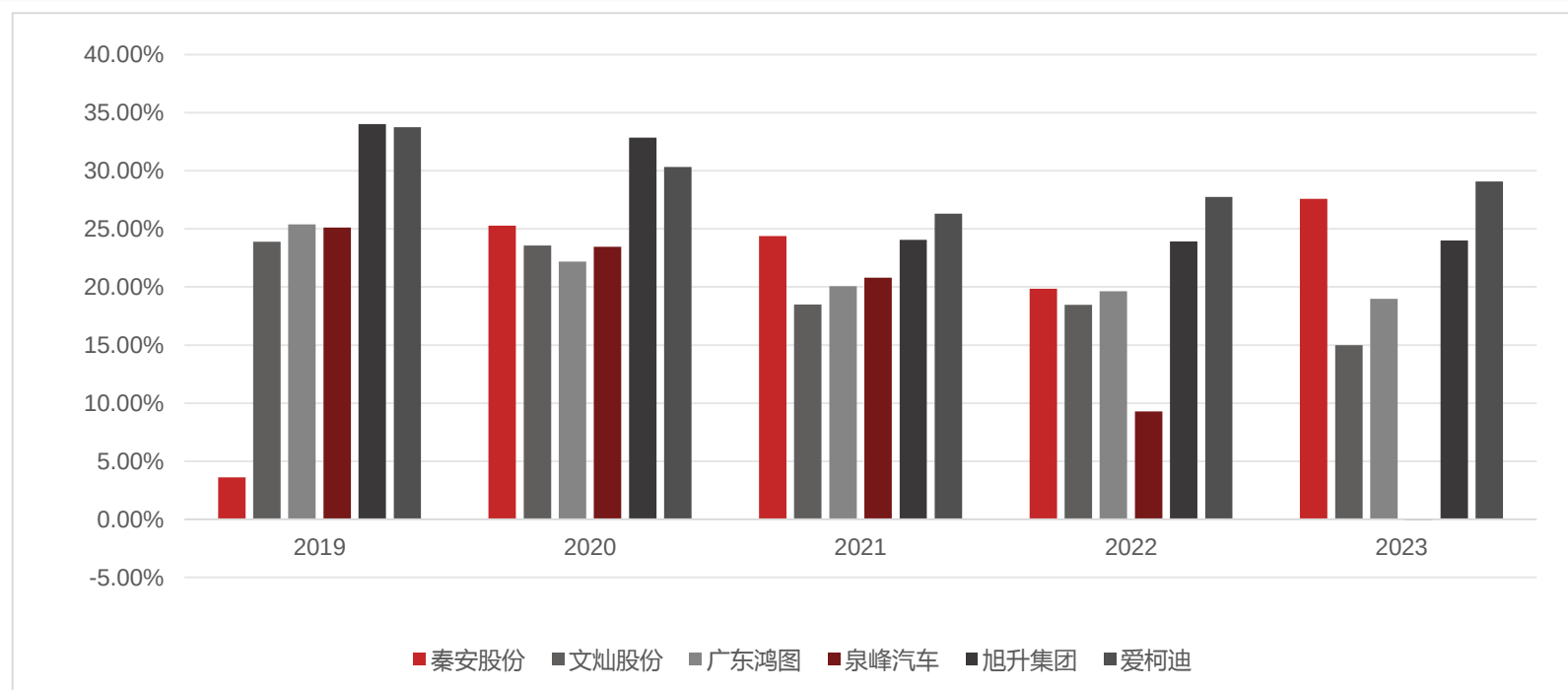
图 1-5：秦安股份毛利率及净利率



1.6 毛利率稳步上升，处于行业一线水平

- 秦安股份在过去五年毛利率稳步提升，已经实现行业领先
 - 公司毛利率从2019年的3.61%稳步提升，期间虽有2021年至2022年的小幅下滑，但整体增长显著。
 - 2023年，公司毛利率达到了27.59%，在行业毛利率整体下行的背景下逆势而上，毛利率仅次于爱柯迪，位居行业第二位。

图 1-6：秦安股份毛利率在业内属于一线水平



资料来源：秦安股份年报，文灿股份年报，广东鸿图年报，泉峰汽车年报，旭升集团年报，爱柯迪年报，华西证券研究所

 2 混动优势不断显现，轻量化结构件应用场景不断丰富

2.1 混动汽车集多种优势于一身，客户需求依然旺盛

- **混动汽车具有显著的燃油经济性：**与燃油车相比，混动汽车在燃油经济性上有明显优势，尤其是在走走停停的城市驾驶中，能够有效减少燃油消耗，提高能源利用效率。同时，混动汽车的环保性能更佳，排放更少的尾气，有助于改善空气质量。此外，能量回收系统在制动或减速时能够回收部分能量，进一步提升车辆的能效。
- **混动汽车具有良好的使用体验：**与燃油车相比，混动汽车动力响应更为迅速，电动机的即时扭矩输出提供了更快的加速感。同时，混动汽车能够提供更好的车厢静谧性，具有良好的使用体验和较低的使用成本。
- **混动汽车在续航能力上具有优势：**混动汽车无需频繁寻找充电桩，更适合长途驾驶。在没有充电设施的地方，混动汽车依然可以依靠燃油行驶，解决了充电焦虑问题。混动汽车综合性能更全面，能够满足多样化的驾驶需求，在当前充电基础设施尚未完全普及、充电时间仍然很长的情况下，提供了更为灵活的出行选择。

图 2-1：比亚迪混动架构



图2-2：理想增程混动架构



2.2 混动销量增速快于纯电，有望与纯电长期共存

- 在近五年的时间跨度内，混合动力汽车在中国市场的销量表现出了显著的增长趋势。
 - 随着价格的进一步下探，中国市场的混动汽车销量大幅增长，增速远远大于纯电汽车。
 - 2021年，混动汽车的销量达到60.4万辆，同比增长高达144%，自2021年开始，混动汽车开始爆发式增长，到2023年，销量达到280.5万辆，已经占据一定的市场份额。
 - 2023年，混动汽车销量增速连续多个季度超过纯电动乘用车，混动车型的接受程度已逐步超过纯电车。展望未来，我们预计插电/增程式混动乘用车在中国市场的销量份额将有望进一步提升，显示出混合动力汽车市场的潜力。

图 2-3：2019-2023混动汽车年销量

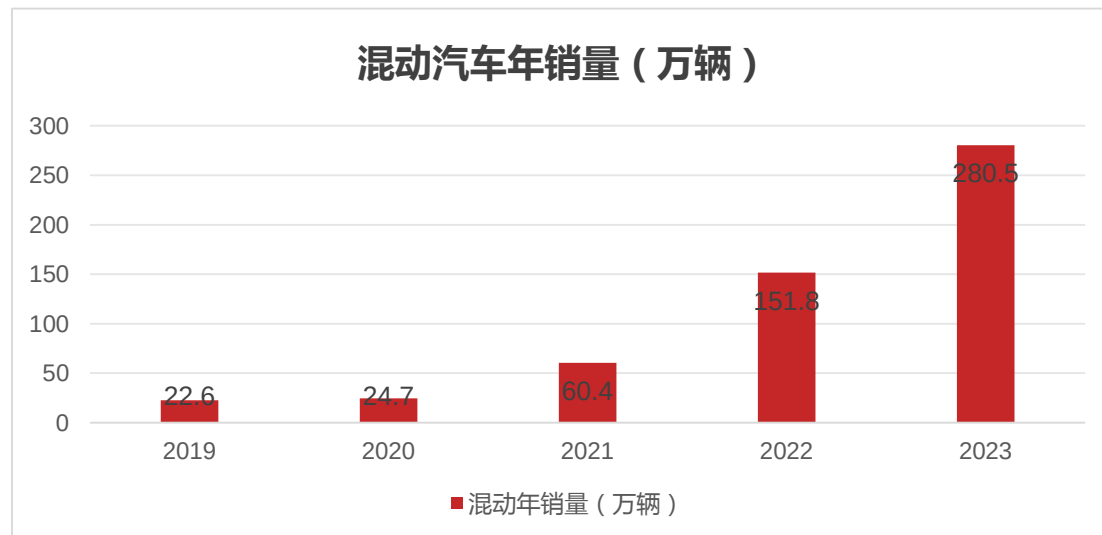
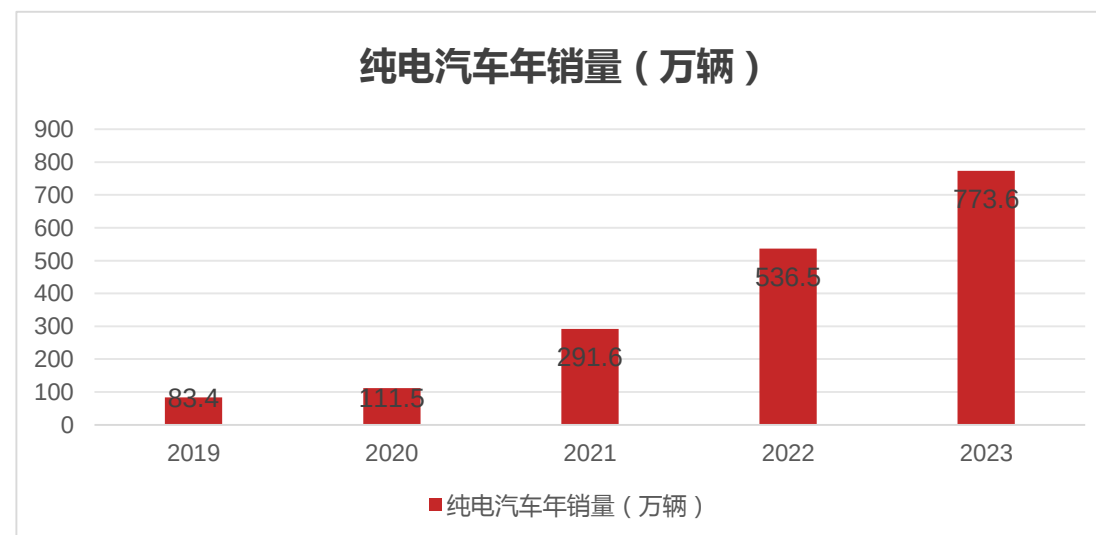


图2-4：2019-2023纯电动汽车年销量



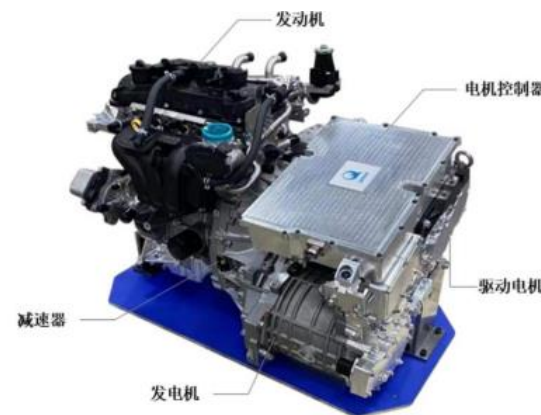
2.3 新能源汽车混动时代，公司产品具有多样化应用场景

- 混合动力车辆的设计融合了传统的内燃机技术与新兴的电动技术，其中发动机和减速箱等传统汽车部件仍然是其核心组成部分。
 - 发动机：在混合动力系统中，发动机可以在最佳工况下运行，同时实现动能回收，提高整车的动力性能和经济性。
 - 减速箱：混合动力车辆的变速箱用于处理发动机和电动机之间的结合，根据不同的驾驶模式选择最合适的传动比，以优化能效和驾驶体验。
- 秦安股份在混合动力车辆部件的生产上取得了显著进展。
 - 依据公司2023年年报信息，公司的自主研发的产品已成功导入理想汽车（通过新晨动力供应）供应链体系。此外，涉足新能源混合动力专用发动机核心零部件、减速器专用零部件及电机壳体等全新领域。
 - 公司拥有铸造及机加工一体化的产品开发能力，并专注于混合动力传动系统集成设计、开发、生产及销售。

图 2-5：理想新晨增程式发动机缸盖图



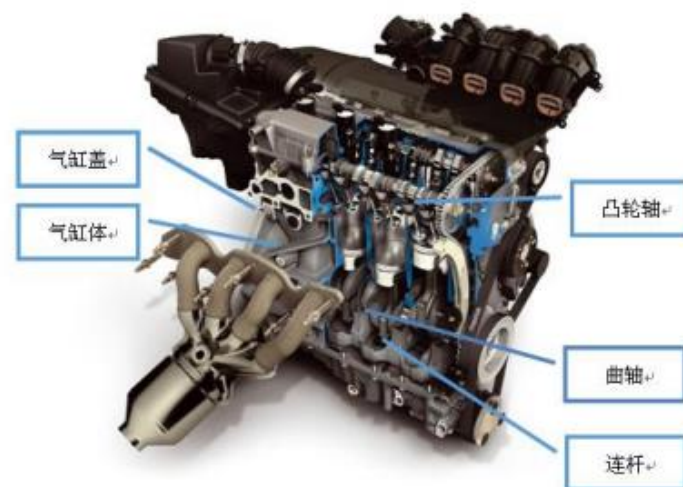
图2-6：秦安股份正在开发的混合电驱动系统总成



2.4 轻量化结构件应用场景丰富，可拓展性较强

- 动力总成：轻量化发动机和变速箱可以减少动力系统的重量，提升车辆性能。
 - 发动机缸体和缸盖：采用铝合金材料代替铸铁，减轻发动机重量，提高散热性能。
 - 曲轴：采用锻造工艺制造的轻质合金曲轴，减少旋转质量，提高发动机响应速度。
- 传动系统：轻量化传动系统可以进一步降低车辆重量
 - 变速器壳体：使用铝合金材料制造，减轻变速器重量，提高传动效率。
 - 传动轴：采用空心设计或轻质合金材料，减少传动系统的重量。

图 2-7：秦安股份动力总成轻量化部件



 3 技术工艺积累完备，产品顺利拓展至新能源车

3.1 技术与工艺积累深厚，具备一体化产品开发能力

- 公司在有色和黑色铸造方面拥有全流程高度自动化装备及匹配的工艺技术能力，并拥有与之匹配的自主知识产权。
 - 在有色铸造方面，具备低压、重力、高压铸造工艺技术；在黑色铸造方面，可以生产覆盖从 HT250 灰口铸铁到 QT850-3 球墨铸铁的铸件产品；在机加工方面，具备发动机核心 3C 件及变速器箱体、电机壳体等关键零部件的先进粗加工、精加工工艺技术。
- 公司拥有铸造及机加工一体化的产品开发能力，为客户在降低产品开发风险、缩短开发周期、降低开发成本等方面提供了可靠保障。
 - 公司拥有的生产设备覆盖从主要原材料及重要辅料的制备到铸造、粗加工、精加工的全过程生产能力，其质量稳定、可靠性高且价值链长。一体化的铸造及机加工工艺确保了公司产品质量稳定、物流过程短、产品生产效率高，在市场开拓和新产品开发方面具有优势。
- 公司拥有一支经验丰富的技术团队，并建立了一套完善的产品开发体系及铸造和机加工历史经验数据库，用于支持新项目的开发。
 - 公司在生产工艺的开发过程中基于 FMEA 数据库和 DOE 等开发工具，对工艺过程参数进行优化，加快公司产品前期开发的速度、确保后期量产的质量稳定性。公司产品开发体系配置了 MAGMA 铸造模拟分析软件（CAE）、CATIA、C3P 等开发设计软件，并将其应用于产品的前期工艺开发，如模具开发设计等，为公司产品开发与生产工艺改善提供了可靠的参考数据。

图 3-1：秦安股份生产线实拍图



图3-2：秦安股份一体化产品图



3.2 紧跟市场潮流，公司产品从燃油车转型新能源

- 近年来，在国家政策的大力支持下，新能源汽车未来发展空间巨大。公司利用自身竞争优势调整丰富发展战略，在立足现有燃油车业务板块的基础上，顺应市场需求，推出“再造升级”战略，设立子公司美沅秦安从事混合动力驱动系统产品的研发工作。
- 公司将积极开拓国内合资与自主品牌乘用车及商用车发动机、传动系统、驱动系统核心零部件及新能源领域零部件、单元及系统市场空间，致力于成长为能为多个独立的汽车整车制造企业、平台企业配套和进入国际汽车零部件采购体系的骨干零部件生产企业。

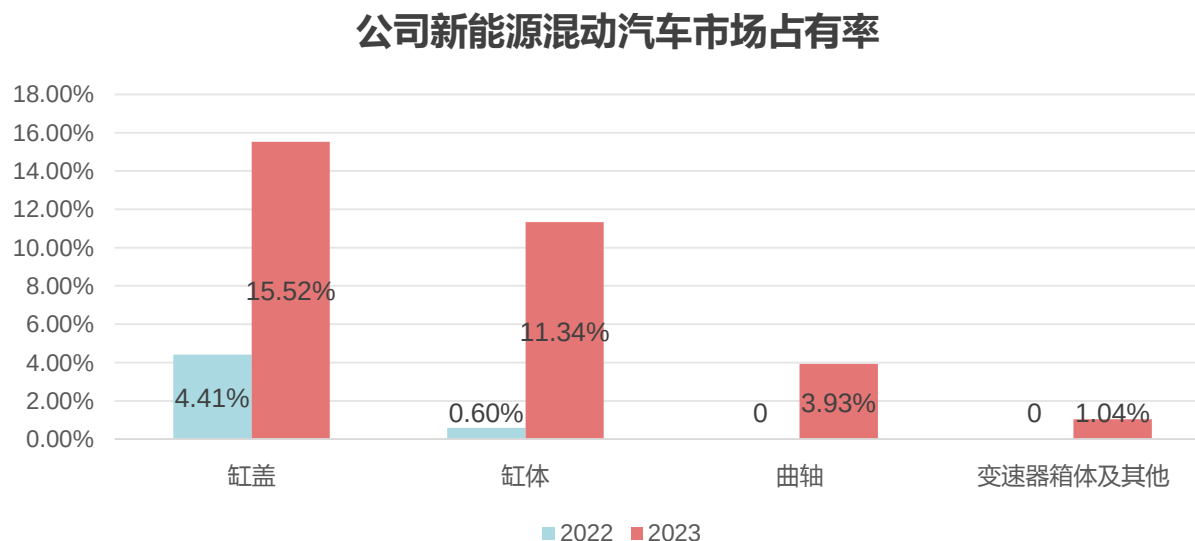
图 3-3：秦安股份产品转型



3.3 公司各产品开始转型，新能源占比逐渐提高

- 公司产品从传统燃油转向新能源，市场规模逐渐增大
 - **缸盖市场表现卓越**：在新能源产品需求大幅增加的背景下，本公司缸盖产品的在新能源混动汽车市场占有率实现了显著增长，由2022年的4.41%迅猛提升至2023年的15.52%。得益于新能源转型，本公司在缸盖领域的市场竞争力得到了显著加强。
 - **缸体市场取得重大突破**：在新能源混动汽车领域的缸体市场，本公司展现了强劲的市场扩张能力，占有率从2022年的0.60%飙升至2023年的11.34%。这一飞跃式增长体现了公司在缸体产品线上的重大突破，充分展示了公司在技术创新和市场拓展方面的成果。
 - **变速器箱体及其他产品初露锋芒**：在新能源混动汽车领域的变速器箱体及其他相关产品领域，本公司亦实现了从无到有的市场占有，2023年市场份额达到1.04%。尽管当前市场份额较小，但这一进展表明公司在新能源汽车零部件多元化发展上已取得初步成效。

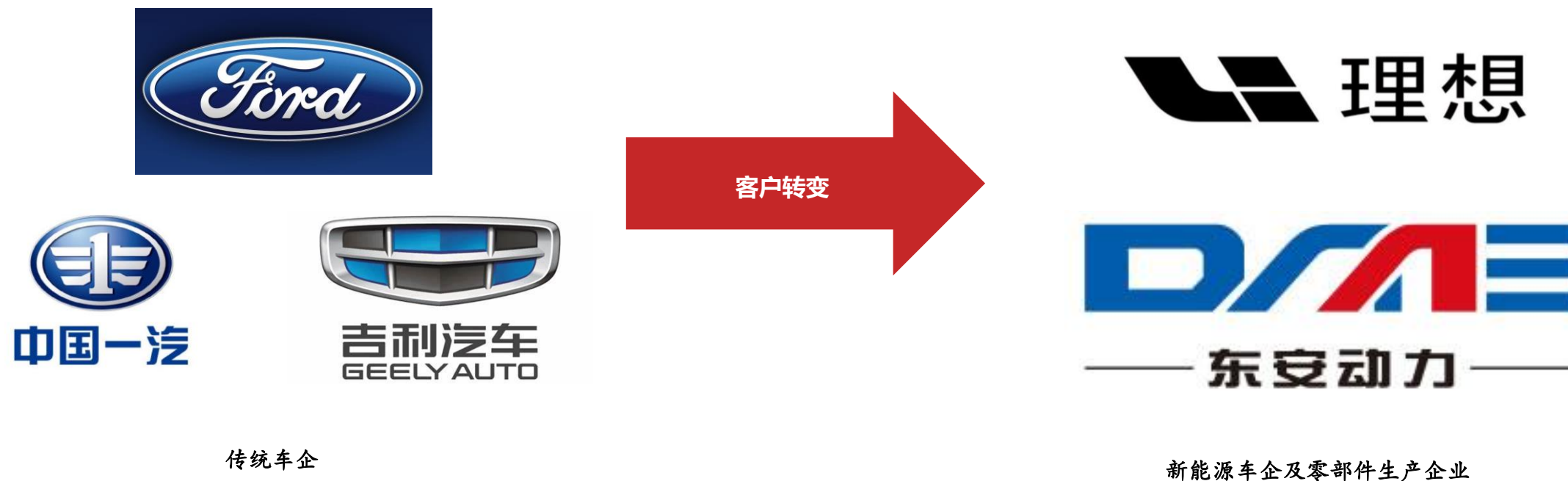
图 3-4：秦安股份产品在新能源混动市场占有率



3.4 客户结构逐渐变化，覆盖传统大厂和新能源车企

- 公司销售模式目前主要为整车（机）制造企业配套直销模式。公司为其配套的目标客户一般都拥有一定规模、实力及行业品牌知名度。目前，公司的客户结构正由传统大厂转向新能源车企及其核心零部件生产企业。

图 3-5：秦安股份客户结构实现积极改变



 4 盈利预测与风险提示

4.1 核心假设与收入拆解

- **核心假设：**公司各类产品收入稳步增加，均贡献稳定增量，预计2024/2025/2026年营收分别为19.76/22.65/26.32亿元；公司业务规模不断扩大，但所处细分领域竞争激烈且原材料有一定波动，2024年毛利率出现阶段性下降，随着行业需求恢复以及成本控制能力改善，2025年起毛利率重新进入恢复上行阶段，预计2024/2025/2026年毛利率分别为24.48%/24.92%/25.38%。

图 4-1：收入拆解

		2023A	2024E	2025E	2026E
气缸盖	营收（亿元）	8.05	9.16	10.57	12.35
	占比	46.26%	46.36%	46.67%	46.92%
	毛利率	22.17%	19.58%	19.88%	20.12%
气缸体	营收（亿元）	4.95	5.65	6.57	7.79
	占比	28.45%	28.59%	29.01%	29.60%
	毛利率	34.38%	31.65%	32.05%	32.68%
曲轴	营收（亿元）	1.63	2.06	2.38	2.68
	占比	9.37%	10.43%	10.51%	10.18%
	毛利率	27.72%	25.12%	25.67%	26.89%
总计	营收（亿元）	17.4	19.76	22.65	26.32
	YOY	37.80%	13.56%	14.63%	16.20%
	毛利率	27.85%	24.48%	24.92%	25.38%

资料来源：Wind，华西证券研究所

4.2 可比公司估值情况

图 4-2：可比公司估值情况

	2024年10月10 日市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				EPS（元）			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
爱柯迪	145	9.13	10.75	13.44	16.44	15.88	13.49	10.79	8.82	1.02	1.1	1.38	1.68
广东鸿图	83	4.23	4.83	5.44	6.01	19.62	17.18	15.26	13.81	0.64	0.73	0.82	0.90
旭升集团	98	7.14	6.66	8.18	10.03	13.73	14.71	11.98	9.77	0.77	0.71	0.88	1.08
平均值	109	6.83	7.41	9.02	10.83	16.41	15.13	12.68	10.80	0.81	0.85	1.03	1.22
泰安股份	32	2.61	2.41	3.03	3.69	12.26	13.49	10.70	8.79	0.61	0.55	0.69	0.84

资料来源：Wind，华西证券研究所
可比公司盈利预测均来自2024年10月10日Wind一致预测

4.3 投资建议

■ 核心观点：

1) 长期深耕汽车动力系统轻量化结构部件领域，产品及客户不断拓展支撑成长性。公司产品以动力系统轻量化压铸件为主，包括缸盖、缸体、曲轴等。客户结构覆盖丰富，涵盖乘用车及商用车领域，并将客户群体拓展至新能源客户，客户群涵盖长安、吉利、江铃、一汽集团、理想汽车等主流汽车品牌。公司在发展过程中产品及客户群体不断实现拓展与升级，进而实现营收规模的不断增长。

2) 产品拓展至新能源领域，有望迎来新一轮增长。公司原有核心产品动力系统缸盖与缸体等部件可应用于增程系统增程器及混动专用发动机中，在新能源时代依然不可或缺，同时不断开发出减速器壳体及电驱系统壳体等专用于新能源车的增量产品，在新能源领域产品应用的支撑下，有望迎来新一轮成长。

■ **投资建议：**公司产品由燃油发动机、变速器核心零部件延伸至新能源混合动力专用发动机核心零部件、变速器关键零部件及电机壳体等全新领域产品，顺应市场，实现了与行业前沿发展的高质量接轨。我们预计2024-2026年营收为19.76、22.65、26.32亿元，归母净利润为2.41、3.03、3.69亿元，EPS为0.55、0.69、0.84元；2024年10月10日收盘价为7.40元，对应2024-2026年PE为13.49、10.70、8.79倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

4.4 风险提示

- 乘用车行业销量不及预期，原材料价格波动，客户出货量不及预期等；
- 公司所在领域为金属压铸件，细分行业竞争激烈，存在竞争格局恶化带来产品价格战加剧风险等。

图 4-3：财务报表与主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,740	1,976	2,265	2,632	货币资金	1,043	1,127	1,162	1,188	成长能力 (%)				
YoY (%)	37.8%	13.6%	14.6%	16.2%	预付款项	10	10	11	13	营业收入增长率	37.8%	13.6%	14.6%	16.2%
营业成本	1,255	1,493	1,701	1,964	存货	274	342	407	450	净利润增长率	43.9%	-7.7%	26.1%	21.7%
营业税金及附加	17	21	22	27	其他流动资产	592	724	850	1,023	盈利能力 (%)				
销售费用	18	20	20	26	流动资产合计	1,918	2,203	2,430	2,675	毛利率	27.8%	24.5%	24.9%	25.4%
管理费用	77	84	98	114	长期股权投资	0	0	0	0	净利率	15.0%	12.2%	13.4%	14.0%
财务费用	-21	0	0	0	固定资产	872	780	709	632	总资产收益率ROA	8.3%	7.2%	8.7%	10.1%
研发费用	46	51	61	69	无形资产	128	125	122	118	净资产收益率ROE	10.1%	9.2%	11.4%	13.5%
资产减值损失	-18	-9	-7	-8	非流动资产合计	1,241	1,138	1,057	971	偿债能力 (%)				
投资收益	0	0	1	0	资产合计	3,159	3,341	3,486	3,646	流动比率	3.52	3.10	3.02	2.97
营业利润	305	284	354	432	短期借款	12	12	12	12	速动比率	3.00	2.60	2.50	2.45
营业外收支	-3	-3	-3	-3	应付账款及票据	477	640	733	812	现金比率	1.91	1.58	1.44	1.32
利润总额	302	281	351	429	其他流动负债	55	59	59	77	资产负债率	18.0%	21.8%	23.5%	25.2%
所得税	41	41	48	60	流动负债合计	545	711	805	901	经营效率 (%)				
净利润	261	241	303	369	长期借款	0	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.61	0.66	0.74
归属于母公司净利润	261	241	303	369	其他长期负债	24	16	16	16	每股指标 (元)				
YoY (%)	43.9%	-7.7%	26.1%	21.7%	非流动负债合计	24	16	16	16	每股收益	0.61	0.55	0.69	0.84
每股收益	0.61	0.55	0.69	0.84	负债合计	569	727	821	917	每股净资产	5.90	5.96	6.07	6.22
现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	股本	439	439	439	439	每股经营现金流	0.70	1.06	0.99	1.14
净利润	261	241	303	369	少数股东权益	0	0	0	0	每股股利	0.50	0.45	0.57	0.70
折旧和摊销	170	164	154	158	股东权益合计	2,590	2,614	2,666	2,729	估值分析				
营运资金变动	-182	26	-51	-50	负债和股东权益合计	3,159	3,341	3,486	3,646	PE	12.13	13.49	10.70	8.79
经营活动现金流	307	464	436	502						PB	1.94	1.24	1.22	1.19
资本开支	-135	-77	-83	-82										
投资	-143	-88	-67	-87										
投资活动现金流	-278	-162	-150	-169										
股权募资	72	23	0	0										
债务募资	12	0	0	0										
筹资活动现金流	-337	-218	-252	-306										
现金净流量	-308	85	34	26										

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

