

开特股份（832978.BJ）
汽车零部件

证券研究报告/公司深度报告

2024年10月28日

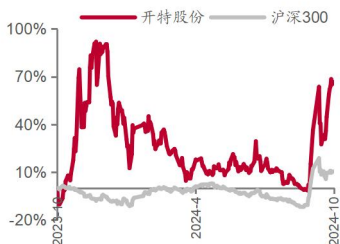
评级： 增持（首次）

分析师：冯胜
执业证书编号：S0740519050004
Email: fengsheng@zts.com.cn
分析师：蔡星荷
执业证书编号：S0740524060004
Email: caixh@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股) 179.26
流通股本(百万股) 100.17
市价(元) 13.75
市值(百万元) 2,464.85
流通市值(百万元) 1,377.30

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	515	653	802	997	1,235
增长率 yoy%	35%	27%	23%	24%	24%
归母净利润(百万元)	77	114	142	175	228
增长率 yoy%	68%	47%	25%	24%	30%
每股收益(元)	0.43	0.63	0.79	0.98	1.27
每股现金流量	-0.08	0.26	0.33	0.43	0.60
净资产收益率	19%	19%	20%	21%	22%
P/E	31.9	21.7	17.4	14.0	10.8
P/B	6.1	4.2	3.5	2.9	2.4

备注：股价截止自2024年10月28日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **开特股份：国产汽车热管理传感器“小巨人”。**
- **深耕汽车热管理行业，产品体系丰富。**公司成立于1996年，是国内知名的汽车热系统产品提供商，涵盖传感器类、控制器类和执行器类产品，是“国家级专精特新小巨人”企业。
- **营收持续提升，净利实现快速增长。**2019-2023年，公司营收从2.5亿元提升至6.5亿元，CAGR=26.6%；同时净利润快速上升，从0.09亿元显著增长至1.13亿元，CAGR=87.8%。近5年公司毛利率水平始终保持在30%以上；受益于规模效应，2023年净利率稳步提升至17.4%。
- **汽车热管理行业：市场空间广阔，进口替代有望加速。**
- **中国汽车热管理市场空间广阔。**2021年国内汽车热管理行业市场规模为824亿元。由于新能源汽车热管理系统更为复杂，对热管理需求更大。受益于新能源汽车占比持续提升，未来行业市场规模将继续扩大，预计2025年国内市场将增长至1494亿元。
- **新能源汽车热管理需求强劲，单车价值量提升。**相比传统燃油车，新能源车的热管理主要针对电机和电机控制器，且新增电池热管理系统。从单车价值量来看，新能源汽车热管理系统是传统燃油车的3倍左右。
- **国际厂商占据全球汽车热管理行业主要市场份额，电动化有望加速推动进口替代。**2021年，电装、翰昂、法雷奥占据全球汽车热管理市场规模的57.4%。受益于汽车电动化潮流，我国自主品牌崛起。在新能源汽车热管理这一领域，国内厂商有望加快缩短与国际厂商的差距乃至弯道超车。
- **公司亮点：产品技术国内领先，客户优质稳定，前瞻布局智能化。**
- **核心产品市占率国内前三，掌握多项核心技术。**2020-2022年，公司车用系列传感器产品的销售收入位居国内前三，掌握NTC热敏电阻器件制备、有刷直流鼓风机PWM调速等多项核心技术，且具备同步研发设计能力。截至2023年底，公司拥有专利331项，其中发明专利27项、实用新型270项，共9个项目在研，多为替换现有外资品牌。
- **客户资源雄厚优质，合作关系长期稳定。**截至2023年底，公司客户超200家，已比较全面的覆盖了主流汽车整车厂及热管理系统集成商。比亚迪、一汽大众、吉利汽车、长安汽车、上汽通用、广汽丰田等知名厂商均为公司直接或间接客户。公司同时是爱斯达克、南方英特、三电控股和松芝股份等公司的主要供应商，主要产品采购比例高。
- **深度绑定新能源头部整车厂，前瞻布局智能化产品。**公司与比亚迪互相陪伴成长近20年，目前比亚迪是公司第一大客户。2023年，公司对比亚迪的销售金额达1.9亿元，占公司全部营收的比重为29%。同时，公司积极跟随汽车电动化趋势，在研项目重点

布局了用于智能化新能源汽车的传感器类产品。

- **盈利预测、估值及投资评级:** 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.42/1.75/2.28 亿元, 按照最新收盘价, 对应 PE 分别为 17.4/14.0/10.8 倍。我们选取主营业务类似的安培龙/科博达作为可比公司, 公司估值水平相对合理, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观政治经济环境变化风险; 市场竞争风险; 盈利预测假设不及预期的风险; 市场规模测算不及预期的风险; 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

一、汽车热系统产品“小巨人”	4
1.1 基本概况：深耕汽车热管理系统	4
1.2 产品体系：主要分为传感器、执行器和控制器三大类	4
1.3 经营情况：业绩持续提升，净利实现快速增长	5
二、汽车热管理行业：市场空间广阔，进口替代有望加速	7
2.1 市场空间广阔，单车价值量有望快速提升	7
2.2 行业竞争格局由海外厂商主导，进口替代有望加速	8
2.3 双碳背景下，新能源汽车有望持续拉动汽车热管理发展	9
三、公司亮点：产品技术国内领先，客户优质稳定，前瞻布局智能化	11
3.1 国内汽车热管理传感器领军者，掌握多项核心技术	11
3.2 客户资源雄厚优质，同海外厂商产品差距不断缩小	11
3.3 深度绑定新能源头部整车厂，积极开展智能化布局	13
四、盈利预测与投资建议	14
风险提示	15
宏观经济环境变化风险	15
市场竞争风险	15
盈利预测假设不及预期的风险	15
市场规模测算不及预期的风险	15
研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险	15

图表目录

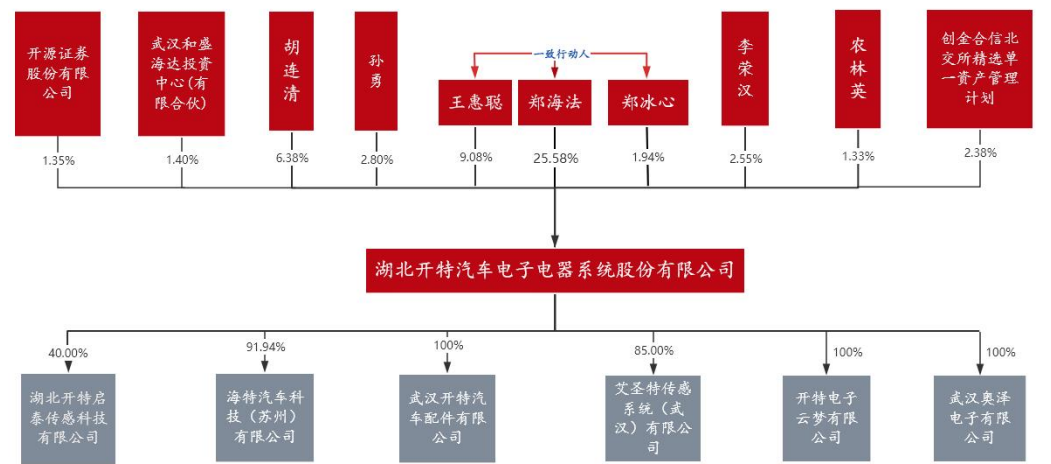
图表 1：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）	4
图表 2：公司主要产品在汽车中的应用位置	5
图表 3：2019 年-2024H1 公司营业收入情况	6
图表 4：2019 年-2024H1 公司归母净利润情况	6
图表 5：2019-2024H1 分产品营收占比情况	6
图表 6：2020-2024H1 公司分产品毛利率（%）	6
图表 7：2019-2024H1 公司海内外营收占比	7
图表 8：公司主营业务收入中各车型比重	7
图表 9：2019-2024H1 公司费用率情况	7
图表 10：2019-2024H1 公司利润率情况（%）	7
图表 11：汽车热管理空调系统由传感器/控制器/执行器等汽车电子零部件组成	8
图表 12：1950-2030 年汽车电子价值量占比	8
图表 13：2021-2025 年中国汽车热管理市场规模（含预测）	8
图表 14：2021 年全球热管理市场主要企业及市场份额	9
图表 15：国内热管理赛道企业竞争格局	9
图表 16：碳达峰、碳中和战略	10
图表 17：传统汽车与新能源汽车的热管理系统对比	10
图表 18：公司核心技术基本情况	11
图表 19：公司直接和终端配套的整车厂商、零部件厂商和品牌	12
图表 20：随着国内厂商不断创新，与国外产品整体差距快速缩小	13
图表 21：2022 年-2023 年公司前五大客户销售金额及占比	13
图表 22：公司智能化项目布局情况	14
图表 23：业绩拆分预测（单位：百万元）	15
图表 24：可比公司情况	15

一、汽车热系统产品“小巨人”

1.1 基本概况：深耕汽车热管理系统

- **汽车热系统产品“小巨人”**。公司成立于 1996 年，是国内知名的汽车热系统产品提供商，涵盖传感器类、控制器类和执行器类产品。2015 年 7 月 27 日在全国股转系统挂牌。公司系工信部认定的“国家级专精特新小巨人”企业和湖北省经济和信息化厅认定的“湖北省支柱产业细分领域隐形冠军科技小巨人”企业。
- **公司控制权明确，实际控制人为郑海法先生**。郑海法先生系公司创始人，截至 2024 年 6 月 30 日，直接持有公司 25.58% 的股份，同时担任公司董事长兼总经理，能对公司的战略决策、人事任免、经营管理产生重大影响，系公司的控股股东、实际控制人。公司前十大股东中王惠聪女士系郑海法先生之配偶、郑冰心先生系郑海法先生之弟弟，与郑海法先生为一致行动人。
- **子公司协同配套**。子公司包括武汉奥泽、海特汽车科技、开特电子云梦和艾圣特传感等。武汉奥泽主要研发、生产和销售调速模块、空调控制面板、BCM 车身控制器、PEPS 控制器、逆变器及天窗车窗控制器等控制器类产品；海特汽车科技专注于研发、生产和销售汽车电机驱动控制器产品，广泛应用于汽车转向系统、热系统及新能源汽车等领域；艾圣特传感主要研发、生产和销售电子传感器及控制模块，产品应用于汽车动力总成系统、传动系统、制动系统及 ESC 电子稳定系统；开特电子云梦的核心产品为 NTC 温度传感器，专注于在云梦生产基地生产研发 NTC 芯片温度传感器。

图表 1：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）

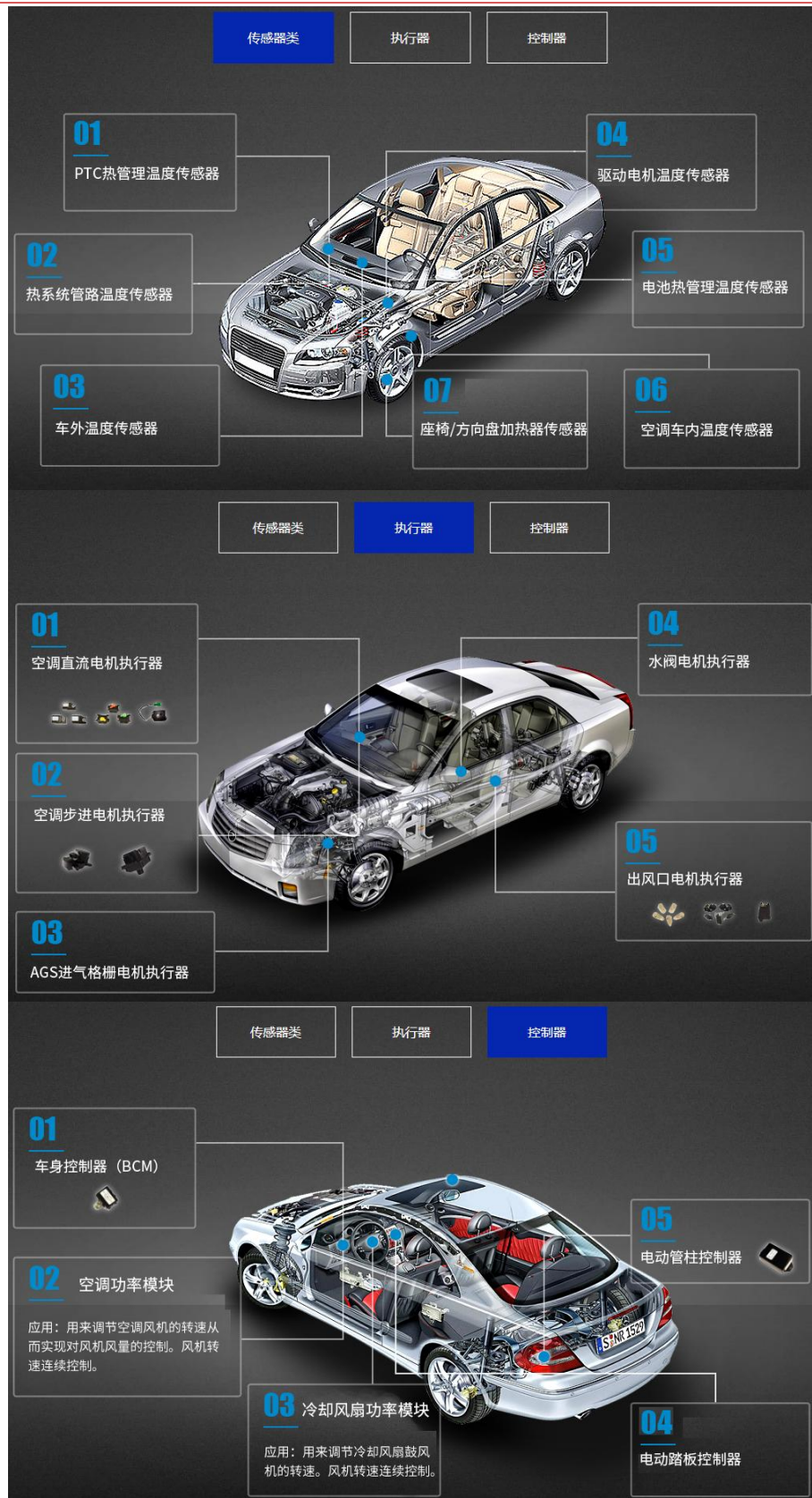


来源：WIND，中泰证券研究所

1.2 产品体系：主要分为传感器、执行器和控制器三大类

- **公司长期致力于汽车热系统产品的研发和创新，产品按类别主要分为传感器、控制器和执行器三大类，品类齐全**。1. 各类温度传感器、光传感器等测量车内外温度、阳光、发动机工况等一系列指标参数，并转化为相应电信号送入控制器；2. 调速模块类产品通过改变流经鼓风机、冷却扇电机的电流进而调整转速；3. 空调直流电机执行器、空调步进电机执行器和无刷电机执行器，用于汽车空调的风门控制。此外，公司产品也可应用于新能源汽车电池热管理系统，为顺应汽车智能化发展趋势，将进一步拓展至座椅加热温度传感器、门把手电机、充电盖电机、AGS 进气格栅电机执行器、水阀电动执行器等。

图表 2: 公司主要产品在汽车中的应用位置



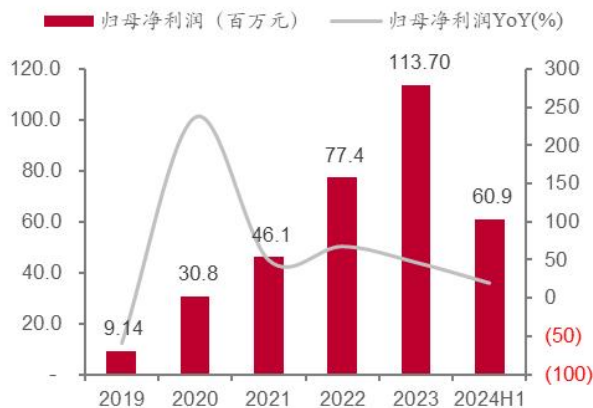
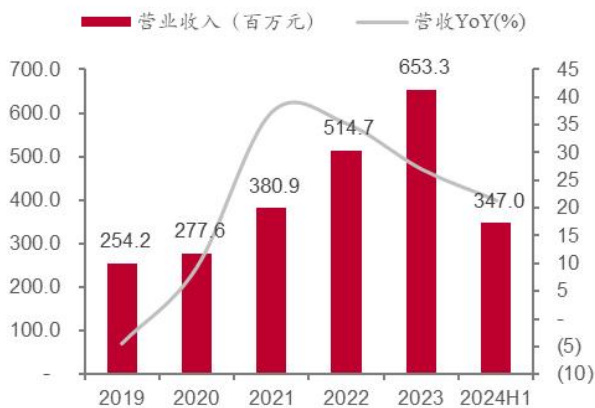
来源: 公司官网, 中泰证券研究所

1.3 经营情况: 业绩持续提升, 净利实现快速增长

■ 营收稳健增长，归母净利润增速突出。2019-2023年，营收从2.54亿元爬升至6.53亿元，CAGR=26.6%；同时净利润快速上升，从0.09亿元显著增长至1.14亿元，CAGR=87.8%。2019年以来，公司陆续通过广州电装、翰昂集团、马瑞利等客户的产品认证并实现批量供货，营业收入在2020-2022年实现快速增长。2024年上半年，公司持续稳健增长，实现营收3.47亿元，同比+21.3%；实现归母净利润0.61亿元，同比+19.8%。

图表3：2019年-2024H1公司营业收入情况

图表4：2019年-2024H1公司归母净利润情况



来源：WIND，中泰证券研究所

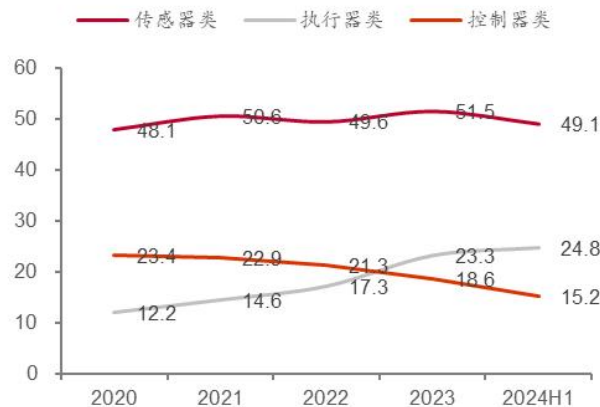
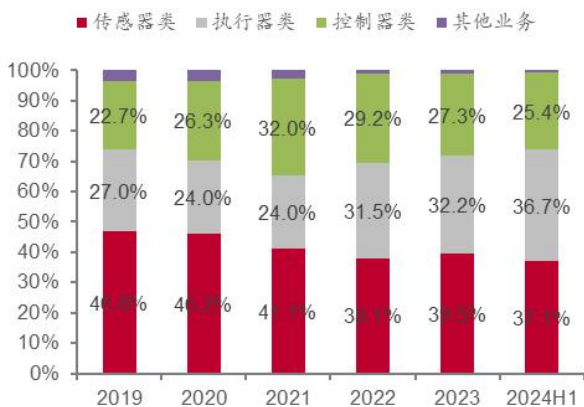
来源：WIND，中泰证券研究所

■ 公司主要收入来源为传感器类产品，执行器类产品收入占比稳步提升。2019-2024H1，公司营收来源为传感器、控制器、执行器，其中传感器收入占比最高，普遍在35%以上；执行器收入占比基本逐年提升，由2019年的27%提升至2024H1的36.7%，主要原因是执行器类原有客户需求增加，新客户开发取得突破。由于其他两类产品销售收入占比提高，传感器类占比有所下降，总体仍保持均衡。

■ 分产品毛利率来看，传感器产品显著高于执行器与控制器。2019-2024H1，传感器毛利率维持在50%左右，其他两类主要产品毛利率普遍在30%以下，其中执行器毛利率逐年提升，2024年上半年达24.8%；而控制器类毛利率逐年下降，2024年上半年已下降至15.2%。

图表5：2019-2024H1分产品营收占比情况

图表6：2020-2024H1公司分产品毛利率(%)



来源：WIND，中泰证券研究所

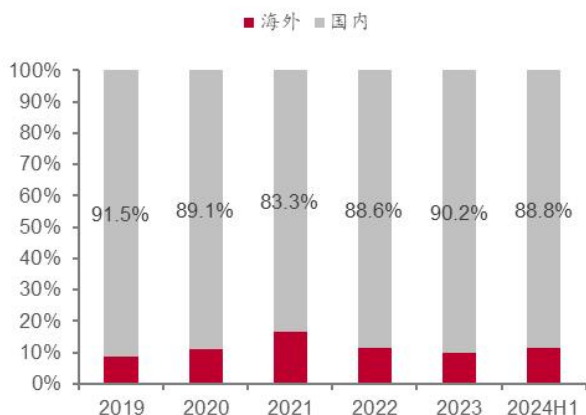
来源：WIND，中泰证券研究所

■ 国内市场为公司主要收入来源。2019-2023年海外市场收入占比8%-17%，其中2021年海外收入占比达到最高，为16.7%。

■ 公司产品在新能源汽车上的占比快速提升。公司产品可同时应用于传统燃油车及新能源汽车，通过散热、加热、保温等手段，让不同的零部件都能在合适的温度下正常工作。传统燃油车热管理系统包括空调系统和发动机总

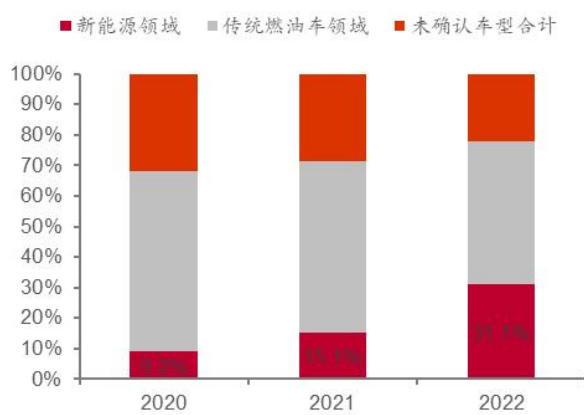
成系统，而由于制热方式、动力系统、电池热管理等方面的差异，新能源汽车要求更高。除部分集成商和整车厂客户未确认车型，可确认车型中，公司来自新能源领域收入占比由 2020 年的 9.2% 提高至 2022 年的 31.1%。

图表 7: 2019-2024H1 公司海内外营收占比



来源: WIND, 中泰证券研究所

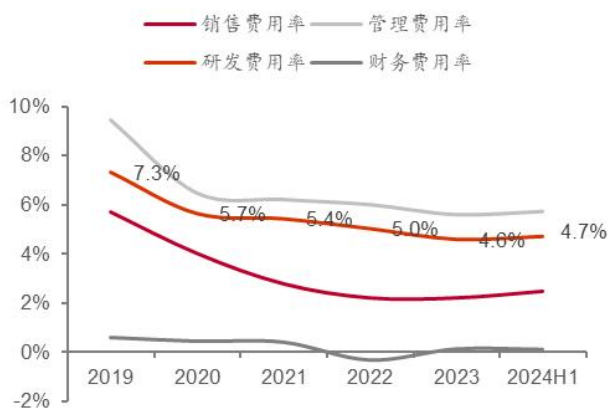
图表 8: 公司主营业务收入中各车型比重



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

■ 费用率持续优化，净利率水平显著提升。2020-2023 年营业收入快速增长的同时，各项费用支出保持平稳，相对变化不大，费用率下降，主要原因是公司 2020 年至 2023 年业绩增长较快，受益于规模效应，费用率相应降低。2019-2023 年，公司销售毛利率维持在 30%-34%，销售净利率则快速增长，由 2019 年的 3.6% 上涨至 2023 年的 17.4%。

图表 9: 2019-2024H1 公司费用率情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 10: 2019-2024H1 公司利润率情况 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

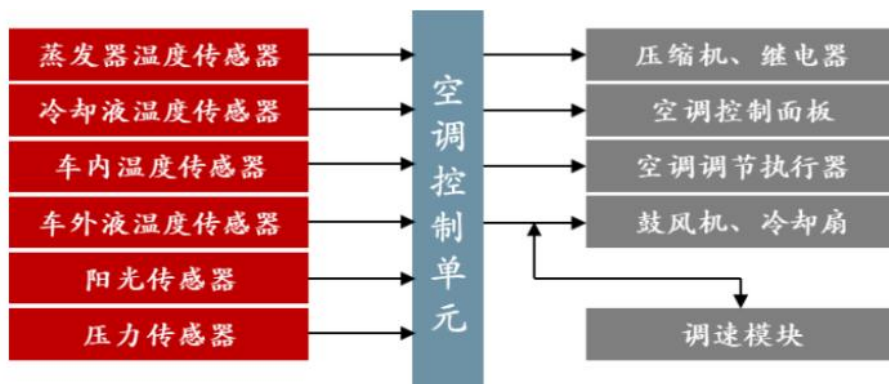
二、汽车热管理行业：市场空间广阔，进口替代有望加速

2.1 市场空间广阔，单车价值量有望快速提升

■ 公司生产的汽车传感器类、控制器类、执行器类产品属于汽车电子产品，在汽车热管理系统的空调系统中应用较为广泛。汽车热管理系统是汽车上用于调节零部件工作温度环境和座舱温度环境的零部件的集合。汽车空调系统是汽车热管理的重要组成部分，主要包括制冷系统、采暖系统、通风系统、空气净化装置、控制系统等。汽车空调通过由各种传感器、电子控制器和执行器组成的电子控制系统实现制冷、加热、通风循环。电子控制器将各温度传感器、光传感器等输入电信号与操作板设定的信号进行比较，经计算处理后

做出判断，输出相应的调节和控制指令，通过相应的执行器，对压缩机的开关、送风温度、送风模式、送风风量等调节，实现对车内空气进行全面调节和控制。

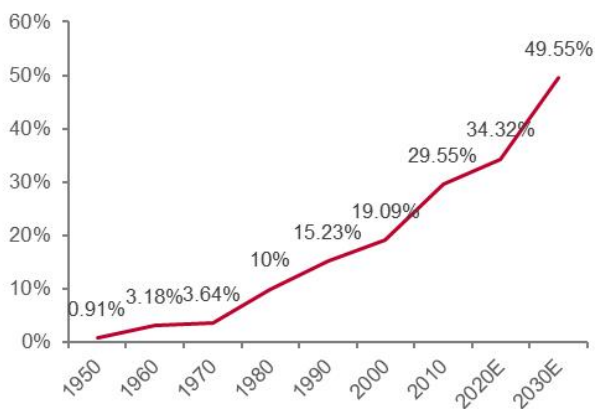
图表 11: 汽车热管理空调系统由传感器/控制器/执行器等汽车电子零部件组成



来源：招股说明书，中泰证券研究所

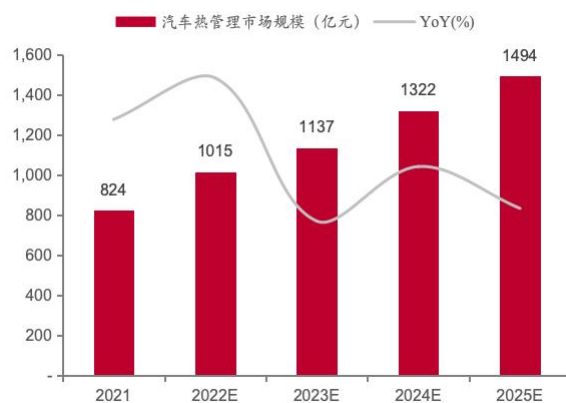
- **汽车电子单车价值量和市场规模快速提升。**汽车行业“电动化、智能化、网联化、共享化”的发展趋势对电子化水平提出更高要求。汽车电子成本占整车成本的比例已从上世纪 70 年代的不足 4%，增长至 2020 年的 30% 左右，预计 2030 年汽车电子占汽车总价值量将高达 50%。
- **中国汽车热管理市场规模稳步增长。**2021 年国内汽车热管理行业市场规模为 824 亿元。中商院预测，2025 年中国汽车热管理行业规模将增长至 1494 亿元。随着新能源汽车渗透率的不断提升，新能源汽车市场占比快速提升，截止 2022 年中国新能源汽车热管理市场规模为 495.9 亿元，同比增长 95.6%。与传统燃油车相比，新能源汽车热管理系统更为复杂，对热管理需求更大，因此预计未来汽车热管理行业市场规模将继续扩大。

图表 12: 1950-2030 年汽车电子价值量占比



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 13: 2021-2025 年中国汽车热管理市场规模 (含预测)



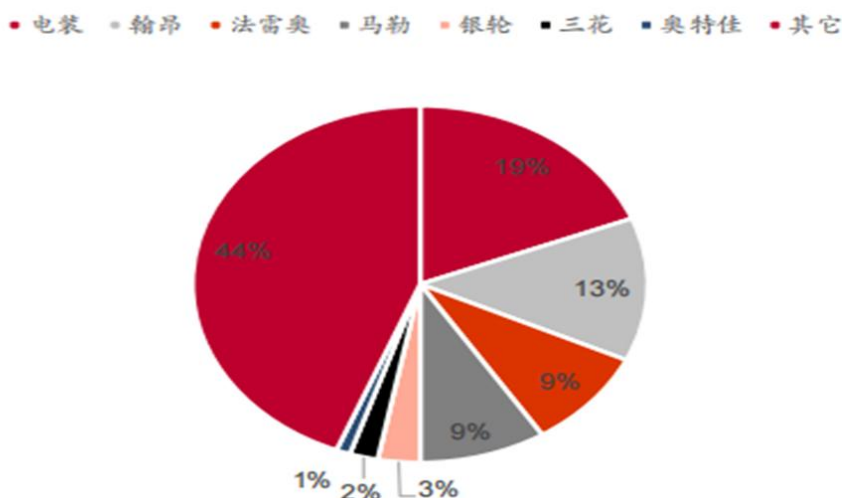
来源：观研天下，中泰证券研究所

2.2 行业竞争格局由海外厂商主导，进口替代有望加速

- **国际厂商占据着全球汽车热管理行业主要市场份额。**传统汽车热管理供应商的系统配套能力强，依靠在传统市场的优势，深耕技术开发，较早的进入电动车热管理市场，在技术水平上具有领先优势，且能够提供整车热管理的解决方案，例如电装、翰昂、法雷奥、马勒、捷温、三花等。截止 2021 年，电装、翰昂、法雷奥占据全球汽车热管理市场规模的 57.4%。从具体热管理

系统和零部件来看，国外龙头企业实力更强，基本在汽车热管理系统的各个环节都有涵盖，国内厂商单独提供某个环节集成系统的能力较弱，主要系提供相应的零部件。

图表 14: 2021 年全球热管理市场主要企业及市场份额



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

- 国内汽车热管理行业竞争格局趋向多元化。自主品牌的汽车热管理零部件厂商也在国内细分市场中激烈竞争，如三花汽零和银轮股份基于自己的强势热管理垂直领域，积极整合各类细分领域技术，全面转型热管理集成化供应商，谋取众多智能电动车企背后留下的空白技术市场；随着国内新势力造车热的兴起，在整车制造领域具备一定优势的企业开始跨界进入汽车热管理市场，如特斯拉和比亚迪已完成热管理系统集成化产业链布局，并拥有诸多专利技术；个别整车厂建立了自主经营热管理零部件业务的实体。当前热管理行业生态丰富，竞争格局处于变化之中。
- 汽车电动化、智能化有望加速进口替代，助力国产品牌弯道超车。受益于电动化、智能化潮流我国自主品牌崛起，本土配套零部件企业迎来大发展，国产化替代进程加速。加之全球产业转移，我国已形成了全球规模最大、品类齐全、配套完整的汽车零部件产业体系。在新能源汽车热管理这一新领域，国内厂商有望依托新能源政策红利、财政补贴以及产业联动，进一步缩短与国际厂商的差距，乃至弯道超车。

图表 15: 国内热管理赛道企业竞争格局



来源：亿欧智库，中泰证券研究所

2.3 双碳背景下，新能源汽车有望持续拉动汽车热管理发展

- 双碳战略助推汽车热管理进步。汽车热管理是实现碳达峰、碳中和战略的重要方式，受到国家产业政策扶持。据统计，交通运输领域碳排放量占整个社会碳排放总量的30%左右，并仍保持高速上涨趋势。新能源汽车日益受到各国重视，已成为全球汽车产业转型发展的主要方向。为遏制温室效应，发展车辆绿色低碳热管理方法，提高电池、电机的问题控制精度，将成为汽车产业发展的重要环节。

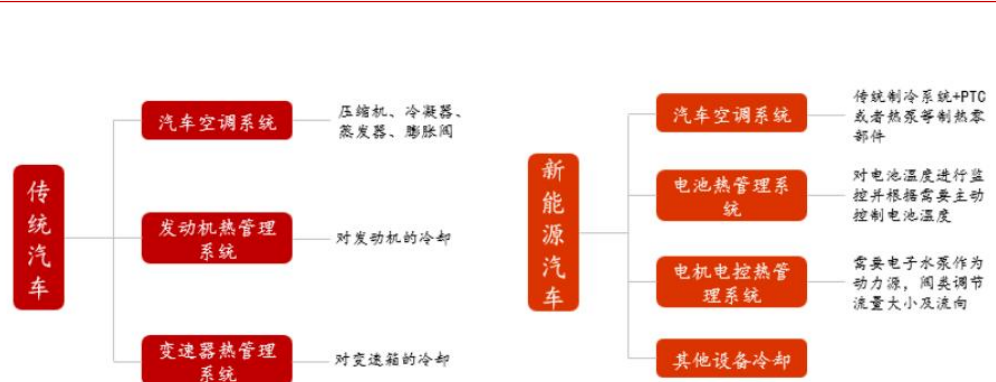
图表 16: 碳达峰、碳中和战略



来源：搜狐，中泰证券研究所

- 相比传统燃油车，新能源汽车热管理的需求更多。由于新能源汽车与传统燃油汽车存在结构差异，新能源汽车催生更多新型的热管理需求。首先，不同于传统燃油车空调系统利用发动机余热供热，新能源汽车需要主动制热。其次，相比传统燃油车，新能源车的热管理主要针对电机和电机控制器进行，且新增电池热管理系统，其电池使用寿命、最佳功效和使用安全均受热管理系统影响。从单车价值量来看，新能源汽车热管理系统是传统燃油车的3倍左右，将极大的促进下游需求。

图表 17: 传统汽车与新能源汽车的热管理系统对比



来源：乐晴行业观察，中泰证券研究所

三、公司亮点：产品技术国内领先，客户优质稳定，前瞻布局智能化

3.1 国内汽车热管理传感器领军者，掌握多项核心技术

- **热管理传感器产品国内市占率排名前三。**根据中汽协《中国汽车电机电器电子行业分析报告白皮书》统计，2020-2022年，公司车用系列传感器产品的销售收入位居前三。同时，公司也是国家级专精特新“小巨人”企业和“湖北省支柱产业细分领域隐形冠军科技小巨人”企业。目前，我国汽车零部件行业企业数量众多，但普遍规模较小，产业集中度较低，且大部分汽车零部件企业资金实力薄弱、技术创新匮乏、生产产品附加值较低，行业正在加速向头部化发展，低端产能正在快速出清，公司作为行业领军企业有望直接受益。
- **掌握传感器类核心环节的制造工艺流程等多项技术。**作为国内少数掌握温度传感器核心部件 NTC 热敏电阻器件制备的公司，在控制成本和保证产品一致性、稳定性方面具备突出优势。此外，公司还掌握有刷直流鼓风机 PWM 调速等多项核心技术，均大量应用于传感器、控制器和执行器等系列产品。
- **具备同步研发设计能力，沉淀多项自主知识产权。**截至 2023 年，公司拥有专利 331 项，其中发明专利 27 项、实用新型 270 项、外观设计 34 项；公司共有技术人员 188 人，占员工总人数比例的 20.94%。公司能够参与产品前期设计开发阶段，充分理解整车设计的理念和需求，并根据整车厂商的计划和时间节点配合整车开发进度，及时同步推出设计方案和最终产品，实验室比亚迪、吉利集团、长城汽车等多家整车厂授予的“供应商实验室认可证书”。

图表 18：公司核心技术基本情况

序号	技术名称	技术说明	应用产品
1	NTC热敏芯片配方	NTC芯片是温度传感器的核心部件，其配方对于NTC的制作工艺、对产品阻值的符合性、稳定性起着关键作用。公司发明的不锈钢薄膜绝缘介质浆料具有较高的耐击穿电压、良好的绝缘性能、表面平整	温度传感器系列产品
2	NTC热敏芯片制作工艺改进	通过运用等静压、压滤、旋转烧结等最新工艺，可确保生产过程更加精准可控、提高生产效率、降低生产成本。且该制作工艺可提高NTC热敏芯片阻值精度，由5%提高到1%，B值由0.5%提高到0.1%，芯片尺寸由1.5mm*1.5mm优化为1.0mm*1.0mm，进一步提升了芯片灵敏度，满足小型化要求	热敏电阻、温度传感器系列产品
3	主动式温度传感器技术	结构简单、紧凑，有效节省空间，可实现主动式吸风，使用无刷直流电机将空气抽送至NTC感温，检测结果更准确。风扇转速大于2,000转/分，噪音小于35分贝	温度传感器系列产品
4	电池冷却传感器技术	应用于水冷技术电池热管理系统，采用导热部分弧度仿真设计，可有效解决以往管路传感器点接触、线接触的不稳定问题，导热接触有效面积由1/5提升至1/3，灵敏度提升1-2倍，准确度提升1-2倍	温度传感器
5	双温区及多温区阳光传感器技术	将整车车内太阳光照射进行分区控制，精准感知主驾、副驾、后排等不同区域阳光，实现分区区域空调的冷热舒适自动调整。且可有效解决双温区输出一致性差、精确度不够高等问题。产品的主要性能指标：产品输出特性满足0-1200W/m2线性输出特性，产品输出精度满足±8%	光传感器
6	集成性阳光及环境光、警示灯传感器技术	集成阳光传感系统、环境光传感系统以及报警执行系统，在保证系统各项功能的同时有效的减少车载零件的数量，大大简化安装结构、节省安装空间、降低安装成本和潜在的失效风险。产品主要性能指标：阳光传感器输出特性达到0-1,200W/m2线性输出，输出精度满足±8%。环境光传感器能够实现0-50,000Lux的光照度测量范围，传感器根据输出特性可实现高低电平输出、DC线性输出、LIN总线输出，输出精度最高能够实现±1%	光传感器
7	有刷直流鼓风机开环及闭环模拟调速技术	1、应用MOSFET的恒流区特性实现鼓风机的无级调速；2、实现鼓风机端电压的PI调节，建立调速信号的鼓风机端电压的线性关系；3、监测系统的实时状态，以保证调速系统异常工况下的可靠运行	调速模块
8	有刷直流鼓风机PWM调速技术	应用PWM技术原理，采用微处理器结合汽车总线技术，实现对鼓风机的数字调速，解决了现有技术中PWM控制信号产生畸变时导致MOSFET场效应管发热损坏的技术问题	调速模块
9	执行器齿轮箱的设计与制造	1、将执行器耐久性能由20万次提高到50万次；2、采用高精度滚齿机、慢走丝、螺旋脉冲放电等设备对模具进行加工，相比于传统加工方式，加工精度更高、传递更平稳、噪音更小，齿轮电极精度由JIS 5级提升到1级；3、产品空载平均噪音降低了5dBA，负载平均噪音降低了3dBA	风门执行器

来源：招股说明书，中泰证券研究所

3.2 客户资源雄厚优质，同海外厂商产品差距不断缩小

- **客户资源雄厚优质。**公司客户超过 200 家，全面覆盖主流汽车整车厂及热管理系统集成商，2022 年中国乘用车厂商批发销量排行榜前十厂商中除广汽丰田未直接或间接供货外，其他厂商均为公司直接或间接客户。
- **产品占客户采购比例高，多次获下游大客户优质供应商荣誉。**公司是爱斯达克、南方英特、三电控股和松芝股份等公司的主要供应商，主要产品占大多数客户同类产品的采购比例较高，并先后通过国际公认的第三方质量体系 ISO9001、IATF 16949 认证，进入供应链体系，多次荣获主要客户授予的荣誉奖励，如比亚迪成长供应商、松芝股份质量优胜奖、广州电装优秀供应商等，市场口碑良好，质量竞争力强。

图表 19：公司直接和终端配套的整车厂商、零部件厂商和品牌



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **同海外厂商产品差距不断缩小，本土优势强化市场竞争力。**国内产品性能与国外产品整体存在一定差距，包括温度传感器的防水性、可靠性、耐久性，光传感器的生产工艺自动化水平，执行器类的使用耐久性及噪音等。但依托本土三大优势，国内外产品性能差距正快速缩小。首先，我国原材料门类较为齐全且价格相对较低，具有成本优势；其次，地域及文化观念上更贴近国内客户，具有本土服务优势及快速响应优势；最后，由于国内汽车市场规模世界第一，加之国内自主品牌崛起，与之配套的本土企业具有伴随优势。

图表 20：随着国内厂商不断创新，与国外产品整体差距快速缩小

产品大类	产品细分	国内产品与进口产品的主要差距	成本		售价		性能	
			国内	国外	国内	国外	国内	国外
传感器类	温度传感器	国内产品防水性、可靠性、耐久性与国外先进产品存在一定的差距，但差距较小	国内产品成本整体低于国外		国内产品售价整体低于国外		国内产品性能与国外产品整体存在差距，但差距较小，部分产品或个别指标已优于国外产品	
	光传感器	生产工艺自动化水平与国外先进水平存在一定的差距						
控制器类	调速模块	与进口产品相比，无明显差距						
执行器类	执行器类	使用耐久性及产品噪音方面与国外先进水平存在一定的差距						

来源：第一轮问询函回复，中泰证券研究所

3.3 深度绑定新能源头部整车厂，积极开展智能化布局

- 公司与比亚迪互相陪伴成长近 20 年，合作关系稳定。**自 2022 年起，比亚迪已成为公司第一大客户，公司产品在直接销售中已覆盖比亚迪的多款热销车型，包括汉 plus 新能源、宋全系、秦 pro、唐新能源、元全系、海豚与海豹、腾势等。截至 2023 年，公司对比亚迪的销售金额已达 1.89 亿元，占年度销售比例的 28.98%。

图表 21：2022 年-2023 年公司前五大客户销售金额及占比

年度	客户名称	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
2023 年度	比亚迪	18,931.6	29.0
	松芝股份	5,357.0	8.2
	南方英特	3,227.7	4.9
	捷温集团	3,187.6	4.9
	翰昂集团	3,118.2	4.8
2022 年度	比亚迪	13,070.4	25.4
	松芝股份	4,890.5	9.5
	捷温集团	2,854.3	5.6
	翰昂集团	2,756.0	5.4
	三电控股	2,020.8	3.9

来源：招股说明书，2023 年报，中泰证券研究所

- 积极跟随电动化及智能化趋势，重点布局用于智能化新能源汽车的传感器类产品。**如公司与武汉深图智航科技有限公司合作研发了比亚迪汉格栅电机国产化项目，技术目标是实现同类型 LIN 通讯电机的国产化。公司还与武汉理工大学合作研发智能化多功能座舱环境传感器，通过集成雨量传感器、环境光传感器、阳光传感器、温湿度传感器及 AI 智能学习芯片，该传感器实现了雨情精准分析、雨刮智能控制、环境光检测、阳光强度检测及车窗自动除雾等功能等。

图表 22：公司智能化项目布局情况

研发项目名称	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
智能化多功能座舱环境传感器	开拓传感器品类	替代国外进口产品	市场需求量大，具有较高的技术难度，能够有较大的增长空间
通用型LIN通讯电机项目	LIN通讯电机国产平台化	实现LIN通讯电机国产化和平台化	广泛应用于新能源汽车电动出风口和空调风门，成为公司重要业务增长点
出风口电机项目	开拓新能源汽车执行器市场	成为出风口电机行业标杆	拓展新能源汽车电动出风口电机份额
一种新能源汽车用温度传感器的	研发与新项目配套的热敏芯片	用自制芯片替代外采芯片	降低生产成本

来源：2023 年年报，中泰证券研究所

四、盈利预测与投资建议

- 公司深耕汽车热管理系统多年，具备多重优势构筑行业护城河。随着 IPO 募投项目逐步投产，公司承接订单能力有望进一步增强，市场竞争力稳步提升。
- 根据往年情况及最新一期毛利率情况我们合理预测，
- 传感器类：IPO 募投项目之一，是公司未来重点布局方向。我们假设，2024-2026 年该项业务营业收入分别实现同比增长 13%、18%和 20%；同时，毛利率水平保持相对稳定均为 50%。
- 执行器类：我们假设，2024-2026 年，该项业务营业收入分别实现同比增长 42%、35%和 30%，毛利率水平保持相对稳定均为 25%。
- 控制器类：IPO 募投项目之一，是公司未来重点布局方向。我们假设，2024-2026 年公司该项营业收入分别实现同比增长 15%、18%和 20%；毛利率水平保持相对稳定均为 15%。
- 因此，2024-2026 年我们预计公司营业总收入实现同比增长 23%、24%和 24%。其他财务相关数据根据往年情况及最新一期公司公告合理预测，规模效应之下公司销售费用率、管理费用率、研发费用率预计小幅降低，2024-2026 年，公司销售费用率分别为 2%、1.8%、1.6%，管理费用率分别为 5%、4.5%、4%，研发费用率分别为 4.2%、3.8%、3.5%。
- 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.42/1.75/2.28 亿元，按照最新收盘价，对应 PE 分别为 17.4/14.0/10.8 倍。我们选取主营业务类似的安培龙/科博达作为可比公司，公司估值水平相对合理，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 23: 业绩拆分预测 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	267.83	380.87	514.68	653.27	802.32	996.71	1235.37
YoY		42.2%	35.1%	26.9%	22.82%	24.23%	23.94%
营业总成本	187.45	256.03	354.93	434.82	544.47	680.60	846.99
YoY		36.6%	38.6%	22.5%	25.22%	25.00%	24.45%
毛利率	30.0%	32.8%	31.0%	33.4%	32.14%	31.72%	31.44%
传感器类							
收入	128.13	156.61	195.91	257.78	291.29	343.72	412.47
YoY		22.2%	25.1%	31.6%	13.00%	18.00%	20.00%
成本	66.54	77.32	98.83	124.95	145.65	171.86	206.23
毛利率	48.1%	50.6%	49.6%	51.5%	50.00%	50.00%	50.00%
业务收入比例	47.8%	41.1%	38.1%	39.5%	36.3%	34.5%	33.4%
执行器类							
收入	66.70	91.51	162.13	210.56	299.00	403.64	524.74
YoY		37.2%	77.2%	29.9%	42.00%	35.00%	30.00%
成本	58.59	78.15	134.09	161.48	224.25	302.73	393.55
毛利率	12.2%	14.6%	17.3%	23.3%	25.00%	25.00%	25.00%
业务收入比例	24.90%	24.03%	31.50%	32.23%	37.3%	40.5%	42.5%
控制器类							
收入	73.00	121.70	150.25	178.60	205.39	242.36	290.83
YoY		66.7%	23.5%	18.9%	15.00%	18.00%	20.00%
成本	55.95	93.83	118.27	145.40	174.58	206.01	247.21
毛利率	23.4%	22.9%	21.3%	18.6%	15.00%	15.00%	15.00%
业务收入比例	27.26%	31.95%	29.19%	27.34%	25.6%	24.3%	23.5%

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 24: 可比公司情况

代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万)			市盈率 (P/E)		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
301413.SZ	安培龙	45.02	44.30	99	134	176	44.9	33.1	25.2
603786.SH	科博达	59.14	238.86	820	1,072	1,346	29.1	22.3	17.8
	均值			460	603	761	37.0	27.7	21.5
832978.BJ	开特股份	13.75	24.65	142	175	228	17.4	14.0	10.8

来源: WIND, 中泰证券研究所; 可比公司盈利预测来自 WIND 一致预期; 截至 20241028

风险提示

宏观经济环境变化风险

- 若国内外宏观经济环境发生变化, 下游行业需求放缓, 汽车电子市场可能受到影响。

市场竞争风险

- 更多本土竞争对手的加入, 以及技术的不断成熟, 产品可能出现一定程度的同质化, 从而导致市场价格下降、行业利润缩减。

盈利预测假设不及预期的风险

市场规模测算不及预期的风险

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	135	173	228	314	营业收入	653	802	997	1,235
应收票据	32	40	49	61	营业成本	435	544	681	847
应收账款	325	399	496	614	税金及附加	5	6	7	9
预付账款	1	3	4	5	销售费用	15	16	18	20
存货	174	236	295	368	管理费用	37	40	45	49
合同资产	0	0	0	0	研发费用	30	34	38	43
其他流动资产	44	60	75	93	财务费用	1	-1	-1	-2
流动资产合计	712	912	1,147	1,455	信用减值损失	-6	-6	-6	-6
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-8	-8	-8	-8
长期股权投资	7	8	8	8	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	152	135	120	106	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	其他收益	11	11	3	3
无形资产	19	17	16	14	营业利润	129	161	199	258
其他非流动资产	32	30	30	30	营业外收入	1	0	0	1
非流动资产合计	212	191	174	159	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	923	1,102	1,321	1,614	利润总额	129	160	198	258
短期借款	34	10	10	10	所得税	16	18	23	31
应付票据	37	48	58	74	净利润	113	142	175	227
应付账款	121	161	196	247	少数股东损益	-0.3	-0.5	-0.6	-0.8
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	114	142	175	228
合同负债	3	5	6	7	NOPLAT	114	140	174	226
其他应付款	8	10	9	9	EPS (摊薄)	0.63	0.79	0.98	1.27
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10					
其他流动负债	80	91	113	133	主要财务比率				
流动负债合计	294	335	402	491	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	21	33	45	57	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	27%	23%	24%	24%
其他非流动负债	20	20	20	20	EBIT 增长率	53%	23%	24%	30%
非流动负债合计	42	54	66	78	归母公司净利润增长率	47%	25%	24%	30%
负债合计	335	388	468	569	获利能力				
归属母公司所有者权益	587	714	854	1,047	毛利率	33.4%	32.1%	31.7%	31.4%
少数股东权益	0	0	-1	-1	净利率	17.4%	17.6%	17.6%	18.4%
所有者权益合计	588	714	854	1,045	ROE	19.3%	19.9%	20.6%	21.8%
负债和股东权益	923	1,102	1,321	1,614	ROIC	20.5%	21.3%	21.9%	23.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	36.3%	35.2%	35.4%	35.2%
					债务权益比	14.6%	10.3%	10.1%	9.4%
单位: 百万元					流动比率	2.4	2.7	2.9	3.0
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	速动比率	1.8	2.0	2.1	2.2
经营活动现金流	47	59	77	108	营运能力				
现金收益	132	159	191	241	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
存货影响	-9	-62	-59	-72	应收账款周转天数	160	162	162	162
经营性应收影响	-68	-76	-100	-124					
经营性应付影响	12	52	45	67					

其他影响	-19	-15	0	-3	应付账款周转天数	96	93	94	94
投资活动现金流	-41	2	0	0	存货周转天数	140	136	141	141
资本支出	-33	0	0	0	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.63	0.79	0.98	1.27
其他长期资产变化	-8	2	0	0	每股现金流	0.26	0.33	0.43	0.60
融资活动现金流	100	-23	-22	-22	每股净资产	3.28	3.98	4.76	5.84
借款增加	4	-12	12	12	估值比率				
股利及利息支付	-51	-88	-21	-27	P/E	21.7	17.4	14.0	10.8
股东融资	123	4	123	123	P/B	4.2	3.5	2.9	2.4
其他影响	24	73	-136	-130	EV/EBITDA	2.5	2.1	1.7	1.4

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。