

加快出海步伐，新领域拓展可期

——首次覆盖深度报告



买入(首次)

行业：汽车

日期：2024年11月14日

分析师：王璿

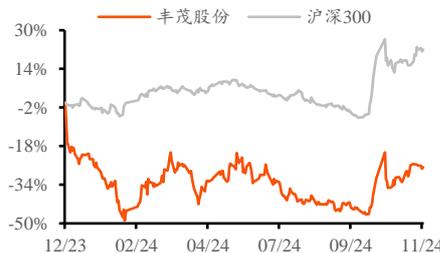
E-mail: wangjin@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523080002

基本数据

11月13日收盘价(元)	42.92
12mthA股价格区间(元)	29.41-66.20
总股本(百万股)	80.00
无限售A股/总股本	25.00%
流通市值(亿元)	8.58

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

■ 核心观点

丰茂股份：国内橡胶传动带龙头企业

公司产品主要为精密橡胶零部件，包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等，2023年公司约90.15%营收来源于汽车领域。24H1公司实现营收约4.39亿元，同比+10.64%。

橡胶零部件行业：汽车及非车领域终端应用场景丰富，市场容量大

汽车领域：1) 整车配套：非轮胎橡胶零部件的成本约占整车成本的2%。2023年非轮胎橡胶市场规模为287亿美元，预计到2030年底将达到427亿美元，2024~2030年CAGR约为5.88%。**2) 售后市场：**根据麦肯锡报告，到2030年全球汽车售后市场持续扩容。**非汽车领域：**公司传动系统部件可用于工业机械；流体管路部件中，卫浴水管产品可应用于卫浴设备内部；密封系统部件产品如O型圈、垫片、异形密封圈等可应用于工业机械、家电卫浴等领域。

公司成长逻辑：立足主业传动系统，打造新领域增长极

汽车传统业务领域：1) 出海竞争：公司逐步打开海外市场，前五大客户中的海外客户营收占比从2020年约5.28%提升至2023年约27.15%。先后取得博世、舍弗勒等品牌商授权。公司将依托“米其林”授权品牌，布局全球销售网络，加快搭建各国经销商渠道，加大市场占有率。2021年下半年，公司接受米其林委托，自主设计、开发、生产传动带产品，并在中国境内独家使用其授权品牌对外销售。2022年5月，公司获得米其林进一步品牌授权，获准在欧盟、亚洲、南美等部分国家销售产品。此外，公司拟新建泰国及马来西亚产能基地。**2) 进口替代：**传动系统产品切入自主及合资品牌供应链，已配套上汽通用五菱、上汽集团、一汽集团、吉利汽车等主流品牌多款车型，国内整车配套市场逐步实现进口替代。汽车传动带、张紧轮国内市占率由2019年的11.56%、1.62%提升至2022H1的22.19%、1.92%。

汽车新业务领域：1) 已有产品拓展至商用车、新能源汽车领域。24H1公司新增多个商用车项目定点。此外，在原有整车配套流体管路系统产品基础上，开发电池冷却管路和氢燃料电池管路等新能源配套产品。**2) 拓展空气悬架业务板块，打造第二增长曲线。**24H1商用车空气弹簧产品已实现小批量订单交付。**非汽车领域：**新品拓展渗透至工业、农业、摩托车多个领域，配套云内动力、康明斯等优质客户。

■ 投资建议

我们预计公司2024~2026年营收分别约为9.21亿元、10.59亿元、12.18亿元，同比约+14.9%、+15.0%、+15.0%；归母净利润分别约为1.59亿元、1.87亿元、2.20亿元，同比约+15.4%、+17.4%、+17.7%。公司作为橡胶传动带龙头企业，聚焦汽车应用领域，终端客户丰富度高，覆盖海内外多家知名车企及零部件厂商；新品持续拓展，布局商用车及新能源车领域，新品空气悬架有望开启新成长曲线。截至2024年11月13日，股价对应2024~2026年PE分别约为21.53倍、18.34倍、15.58倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

客户需求不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动，汇率波动。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	802	921	1,059	1,218
年增长率 (%)	31.8%	14.9%	15.0%	15.0%
归属于母公司的净利润	138	159	187	220
年增长率 (%)	35.1%	15.4%	17.4%	17.7%
每股收益 (元)	2.26	1.99	2.34	2.75
市盈率 (X)	20.55	21.53	18.34	15.58
净资产收益率 (%)	13.0%	13.4%	13.9%	14.3%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年11月13日收盘价）

正文目录

1. 丰茂股份：国内橡胶传动带龙头企业	5
1.1. 公司概况：产品结构丰富，切入知名车企及零部件供应链	5
1.2. 财务分析：海外营收占比提升，盈利能力增强	7
2. 橡胶零部件行业：汽车及非车领域终端应用场景丰富，市场容量大	11
2.1. 市场规模：下游应用广泛，整车配套及售后市场空间广阔	11
2.2. 竞争格局：胶管胶带行业集中度较低，市场竞争较为激烈	14
3. 公司成长逻辑：立足主业传动系统，打造新领域增长极	16
3.1. 汽车传统业务领域：传动系统优势凸显，出海竞争&进口替代双轮驱动	16
3.2. 汽车新业务领域：商用车、新能源汽车领域配套布局加码	20
3.3. 非汽车领域：新品拓展多点开花，配套优质客户	22
4. 盈利预测及估值	23
4.1. 盈利预测	23
4.2. 估值	24
5. 风险提示	24

图目录

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 公司产品图例	6
图 3: 2023 年公司客户情况	7
图 4: 公司客户情况	7
图 5: 公司营收及增速情况 (亿元)	8
图 6: 公司分产品营收 (亿元)	9
图 7: 公司分地区营收 (亿元)	9
图 8: 公司盈利能力情况	10
图 9: 公司分产品毛利率情况	10
图 10: 公司期间费用率情况	10
图 11: 公司归母净利润及增速情况 (亿元)	10
图 12: 合成橡胶价格情况 (元/吨)	10
图 13: 纱线价格情况 (元/吨)	10
图 14: 2023 年公司成本构成情况	11
图 15: 全球汽车零部件橡胶成型市场规模 (亿元)	11
图 16: 全球非轮胎橡胶市场规模 (亿美元)	11
图 17: 全球各地区汽车后市场规模 (亿欧元)	12
图 18: 中国车龄结构变化	12
图 19: 全球工业机械市场规模 (亿美元)	13
图 20: 全球家电卫浴市场规模 (亿元)	13
图 21: 2023 年中国橡胶制品企业市场份额	14
图 22: 公司前五大客户分地区营收情况 (万元)	17
图 23: 公司国内外营收占比	17
图 24: 公司传动系统销量 (万件)	18
图 25: 公司传动系统国内市占率 (%)	18
图 26: 公司传动系统售后市场营收情况 (亿元)	18
图 27: 公司部分客户产量及营收占比变动情况	18
图 28: 公司商用车领域营收 (亿元)	20
图 29: 公司新能源领域营收	21
图 30: 公司新能源定点及客户数量情况	21
图 31: 乘用车空气悬架市场空间及渗透率 (亿元)	22

图 32: 商用车空气悬架市场空间及渗透率 (亿元)22

表目录

表 1: 公司里程碑.....5
表 2: 公司主要产品情况.....6
表 3: 公司传动系统零部件及应用.....13
表 4: 公司流体管路系统部件及应用.....13
表 5: 公司密封系统部件及应用.....14
表 6: 海外竞争对手情况.....15
表 7: 国内企业情况.....16
表 8: 公司前五大客户情况.....17
表 9: 公司海外投资情况.....17
表 10: 传动系统产品主要整车配套客户预计订单情况.....19
表 11: 传动系统产品售后服务市场主要客户在手订单情况.....19
表 12: 公司募投项目情况.....19
表 13: 公司商用车领域布局的主要产品情况 (2022 年 9 月披露)21
表 14: 公司新能源产品及客户情况.....21
表 15: 非汽车领域产品布局情况 (2022 年 9 月披露)23
表 16: 公司盈利预测 (百万元)23
表 17: 可比公司估值.....24

1. 丰茂股份：国内橡胶传动带龙头企业

1.1. 公司概况：产品结构丰富，切入知名车企及零部件供应链

公司主要从事精密橡胶零部件研发及产业化，2023年公司约90.15%营收来源于汽车领域。根据中国橡胶工业协会发布的《2021年度中国橡胶工业协会百强企业》，公司在传动带、橡胶履带子行业中排名第三。根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会出具的证明，公司汽车多楔带产品2018年至2020年连续三年市场份额排名第一，乘用车多楔带荣获2022年国家制造业单项冠军产品称号。

表1:公司里程碑

时间	主要内容
2002	设立之初主要经营流体管路系统、密封系统等橡胶零部件业务，并逐步拓展传动系统部件的研发、生产及销售。
2004	逐步剥离流体管路系统部件业务
2006	形成了以传动系统部件、密封系统部件两大业务领域的产品结构。
2008	公司成为比亚迪合格供应商，传动系统部件业务由汽车售后服务市场拓展进入整车配套市场。
2009~2010	通过引进硅胶管缠绕工艺技术及产线，成功开发涡轮增压管等流体管路系统部件，并配套整车市场。
2012	公司与博世、舍弗勒等知名汽车零部件企业开展合作
2021	公司接受米其林委托，自主设计、开发、生产传动带产品，并在中国境内独家使用其授权品牌对外销售。
2022	获得米其林进一步品牌授权，获准在欧盟、亚洲、南美等部分国家销售产品。
2023	深交所创业板上市，水泵项目启动
2024	空气弹簧实现小批量生产

资料来源：公司公告，公司官网，甬兴证券研究所

公司股权结构稳定。截至24H1，蒋春雷、王静夫妇及其子蒋淞舟三人为公司共同实际控制人。蒋春雷、王静夫妇及其子蒋淞舟合计持有丰茂控股100%股权，丰茂控股持有公司60.00%股权；蒋春雷、王静夫妇分别直接持有公司11.38%和1.13%的股权。

图1:公司股权结构



资料来源：iFind，甬兴证券研究所

公司产品主要为精密橡胶零部件，包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等。其中，传动系统部件包括传动带、张紧轮等产品；

流体管路系统部件包括进气系统管路、冷却系统管路等产品；密封系统部件包括制动密封件、油封密封件等产品。公司产品广泛应用于汽车、工业机械、家电卫浴等领域。

表2:公司主要产品情况

产品大类	产品中类	明细产品	应用领域
传动系统部件	传动带	同步带、多楔带、V带等	汽车、工业机械等领域
传动系统部件	张紧轮	正时张紧轮、附件惰轮等	汽车、工业机械等领域
流体管路系统部件	进气系统管路	涡轮增压管、中冷器管、空滤器管等	汽车领域
流体管路系统部件	冷却系统管路	冷却水管、散热器管等	汽车领域
流体管路系统部件	其他	压差传感管路、曲轴箱通风管、天窗排水管、变速箱油冷管、卫浴管路等	汽车、家电卫浴等领域
密封系统部件	制动密封件	制动隔膜、防尘罩等	汽车、工业机械、轨道交通等领域
密封系统部件	油封密封件	前/后轮油封、曲轴油封、差速器油封、变速器油封、农机油封等	汽车、农业机械等领域
密封系统部件	其他	O型圈、垫片、异形密封圈等	汽车、工业机械、家电卫浴等领域

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图2:公司产品图例


传动系统



热管理系统



密封系统



空气悬挂系统

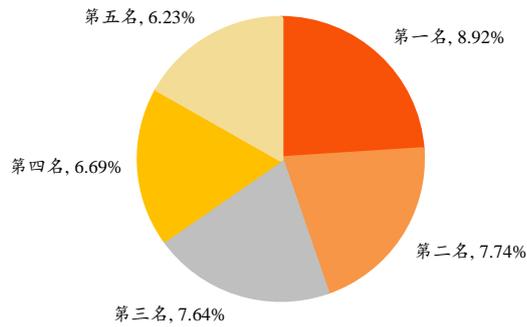
资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

公司下游客户较为分散，2023年CR5仅37.22%左右。从客户构成看，包括前装市场和售后市场客户，具体如下：

整车配套市场：客户主要为上汽集团、一汽集团、吉利汽车、长安汽车、东风日产、纳威斯达等国内外知名整车厂，以及瑞立集团、康明斯等知名汽车零部件企业。

售后服务市场：品牌商模式，客户主要为博世、LN DISTRIBUTION LLC、舍弗勒、迈乐等知名汽车零部件企业。经销商模式，2022年5月，公司获得米其林进一步品牌授权，获准在欧盟、亚洲、南美等部分国家销售产品。

图3:2023 年公司客户情况



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图4:公司客户情况

汽车整车厂商			
 上汽集团	 上汽通用五菱 SGMW	 上汽大通 MAXUS	 一汽奔腾 BESTUNE
 中国第一汽车	 吉利汽车 GEELY AUTO	 长安汽车 CHANGAN	 东风日产
 纳威斯达	 北汽福田	 比亚迪	 江淮汽车
 东风商用车集团有限公司 DONGFENG MOTOR GROUP CO., LTD	 重庆小康	 斯堪尼亚	 江铃汽车
汽车零部件供应商			
 中国瑞立集团 RULI GROUP CHINA	 舍弗勒	 博世	 康明斯

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

1.2. 财务分析：海外营收占比提升，盈利能力增强

下游客户订单增加，新项目放量，公司营收稳健增长。公司 2023 年实现营收约 8.02 亿元，同比约+31.83%，2019~2023 年 CAGR 约为 19.52%。

据公司公告，2020 年公司营收同比约+7.06%。主要系受行业发展趋势和公共卫生事件冲击等因素影响，我国下游汽车行业产销规模下降，采购订单相应有所减少所致。

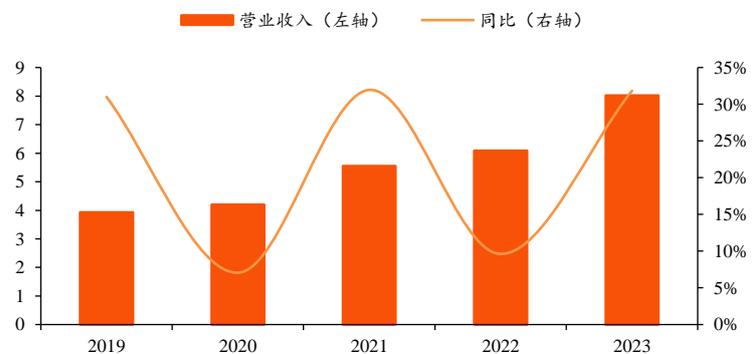
2021 年公司营收同比约+31.95%。2020 年下半年博世对全球汽车售后市场传动系统部件重新招标，博世成为公司 2021 年新增主要客户。公司凭借产品质量和价格优势取得新定点项目较多，当期实现量产销售较多。

2022 年公司营收同比约+9.62%。2022 年博世调整其全球仓储物流体系，

取消原位于马来西亚的仓储中心，当期以消化现有库存为主，新增采购订单减少。随着存货逐步得到消化，以及欧洲仓储中心投入使用，截至 23 年年底博世采购订单已逐步恢复。

公司 2023 年营收同比约+31.83%，主要系 1) 随着持续的技术开发和产品升级，公司核心产品出海竞争优势明显，受俄乌战争的持续影响，俄罗斯汽车零部件市场严重供不应求，LN DISTRIBUTION LLC、FWH VOSTOK 等客户订单需求持续增长；2) 受 2022 年氢化丁晴橡胶等原材料供应紧张影响，KAH 等部分客户订单推迟至 2023 年一季度生产交付；同时 KAH 配套份额提高，采购订单增加；ASSP 新项目量产，公司配套的流体管路系统产品销量增加，共同引致公司整体营收增长较快。

图5:公司营收及增速情况 (亿元)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

分产品看，传动系统为公司营收贡献主要增量。传动系统 2023 年实现营收约 5.45 亿元，同比约+43.04%。营收占比由 2019 年约 55.95%提升至 2023 年约 68.00%。

2021 年，公司传动系统产品营收同比约+26.60%，主要系受海外公共卫生事件反复持续，境外品牌商客户增加对公司采购所致。

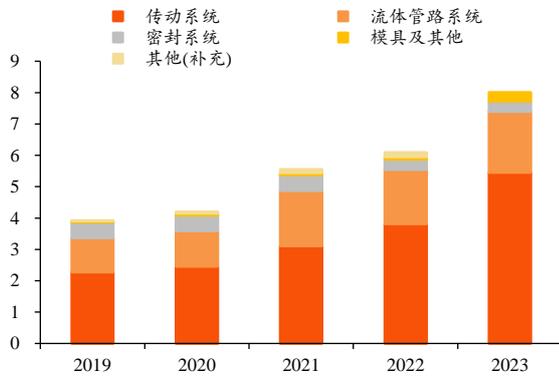
2022 年，随着公司持续的技术开发和产品升级，核心传动系统产品出海竞争优势明显，LN DISTRIBUTION LLC 等境外客户订单需求持续增加，引致传动系统产品营收同比约+ 22.37%。

2023 年，海外订单持续增加，传动系统产品销售持续增长，23H1 营收已达 2022 年全年的 70.23%。

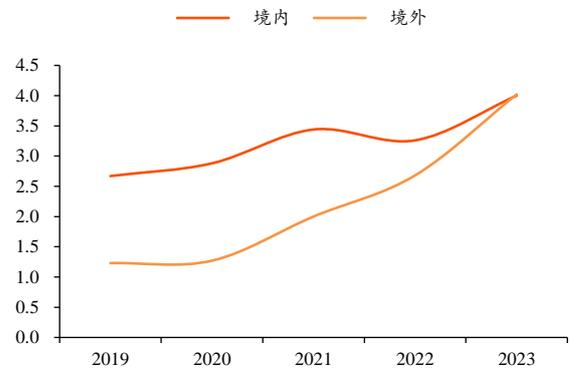
分地区看，公司通过知名零部件供应商辐射更多海外市场，境外营收占比跃升，境外营收占比从 2018 年约 26.90%提升至 2023 年约 50.13%。

据公司公告，2022 年，受宏观经济增速放缓和汽车市场需求减弱等影响，对汽车零部件的需求下降，公司境内市场主营业务营收占比下降。同时，随着公司持续的技术开发和产品升级，核心产品逐步实现出海竞争，境外订单需求持续增加，引致公司境外营收及占比较快提升。此外，2022 年 5 月，

公司获得米其林进一步品牌授权，获准在欧盟、亚洲、南美等部分国家销售产品。

图6:公司分产品营收 (亿元)


资料来源: Choice, 甬兴证券研究所

图7:公司分地区营收 (亿元)


资料来源: Choice, 甬兴证券研究所

公司毛利率在 2019~2023 年基本稳定在 27.10%~31.01%左右。2023 年公司境外毛利率约为 38.80%，境内毛利率约为 21.47%。

据公司公告，2021 年公司毛利率同比约-2.95pct，主要是 1) 胶料、橡胶助剂等主要原材料市场价格上涨，产品材料成本有所上升；2) 人民币汇率升高，外销结算单价下降，平均销售价格有所下降；3) 经切割、磨楔等加工工序的多楔带成品销售单价及毛利率较低，当期有所销售，同时毛利率较高的切齿带桶产品本期不再销售，共同引致平均毛利率整体有所下降。

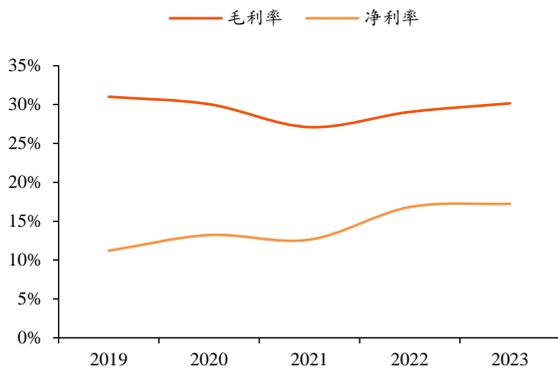
2022 年公司毛利率同比约+1.95pct，由于原材料价格持续上涨，公司结合成本波动、产品种类、销售规模等因素，与客户协商提高传动带产品销售价格，提价比例 5%-10%左右。

2023 年公司毛利率同比约+1.11pct，主要系 1) 毛利率较高的传动系统等产品境外销售占比提升；2) 胶料、橡胶助剂等原材料价格有所下降；3) 随着营收规模扩大，规模效应进一步提升，共同带动产品毛利率提高。

公司期间费用率稳中有降，由 2019 年约 15.83% 降至 2023 年约 10.71%。其中，2022 年受人民币兑美元汇率变动影响，公司汇兑收益较多，公司财务费用较 2021 年减少 551.87 万元，下降 197.58%。

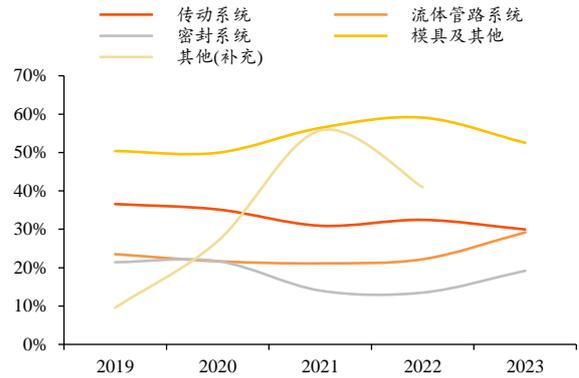
公司归母净利润 2023 年实现约 1.38 亿元，同比约+35.14%，2019~2023 年 CAGR 约为 33.08%。

图8:公司盈利能力情况



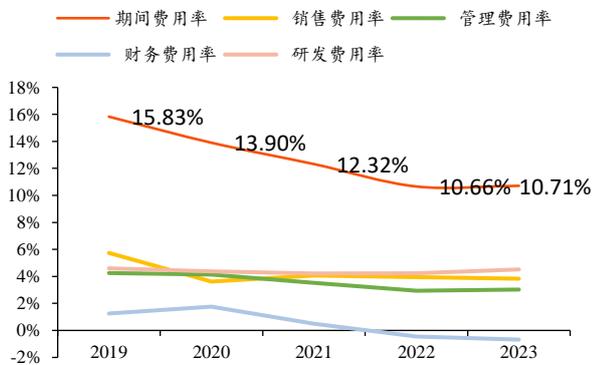
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图9:公司分产品毛利率情况



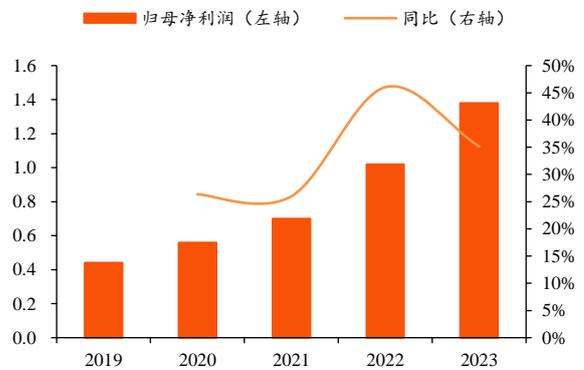
资料来源: Choice, 甬兴证券研究所

图10:公司期间费用率情况



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图11:公司归母净利润及增速情况 (亿元)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图12:合成橡胶价格情况 (元/吨)



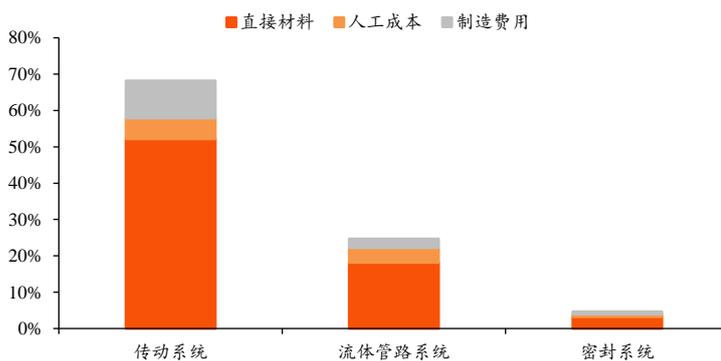
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图13:纱线价格情况 (元/吨)



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图14:2023 年公司成本构成情况



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

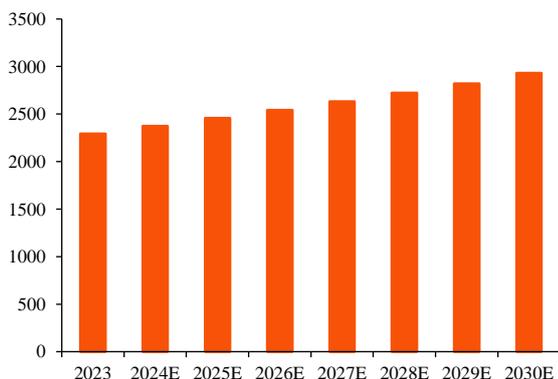
2. 橡胶零部件行业：汽车及非车领域终端应用场景丰富，市场容量大

2.1. 市场规模：下游应用广泛，整车配套及售后市场空间广阔

整车配套市场：据公司公告，除轮胎外，一辆汽车通常需要装配 100-200 种、200-500 个橡胶零部件，橡胶材料消耗量占整车质量的 5% 左右，橡胶零部件的成本约占整车成本的 6%，其中非轮胎橡胶零部件的成本约占整车成本的 2%。若按照每辆车 10 万元计算，则每辆车上的非轮胎橡胶件价值约为 2,000 元。

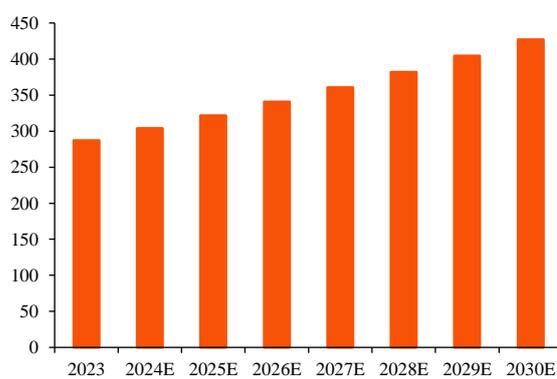
据 QYResearch, 2023 年全球汽车零部件橡胶成型市场销售额达到 2293 亿元，预计 2030 年将达到 2929 亿元，2024-2030 年 CAGR 约为 3.5%。据 Verified Market Reports, 2023 年非轮胎橡胶市场规模为 287 亿美元，预计到 2030 年底将达到 427 亿美元，2024-2030 年 CAGR 约为 5.88%。

图15:全球汽车零部件橡胶成型市场规模（亿元）



资料来源：QYResearch，甬兴证券研究所

图16:全球非轮胎橡胶市场规模（亿美元）



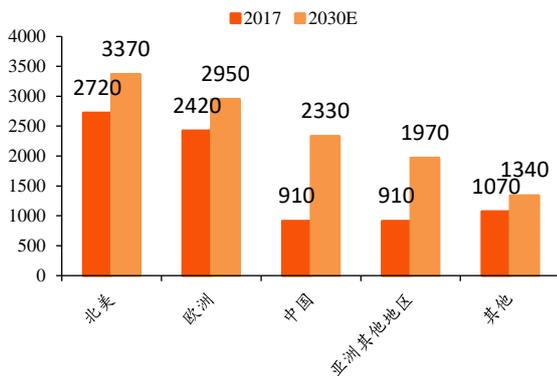
资料来源：Verified Market Reports，甬兴证券研究所

汽车售后市场：据公司公告，汽车非轮胎橡胶零部件为维持其性能的稳定，通常在汽车行驶至一定里程时需要进行更换，如汽车正时系统传动带，通常在行驶约 6 万公里时需要更换。

车龄结构的逐步老化是汽车后市场增长的主要驱动力之一。据立鼎产业研究网，2019年我国乘用车平均车龄约为6.2年，3年内/4~10年/10年以上车龄的汽车保有量占比分别为31%/54%/15%。预计到2030年，以上三个车龄范围的汽车保有量占比到2030年将会变为21%/41%/38%，平均车龄会增长至8.7年。车龄结构的逐步老化将推动我国汽车后市场规模的进一步增长。

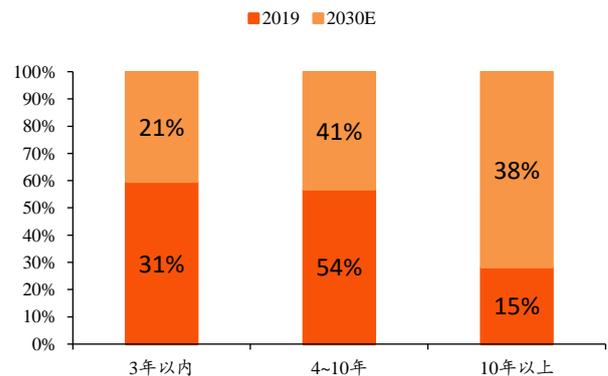
根据麦肯锡报告显示，到2023年，北美、欧洲汽车后市场是全球最大的地区，中国的售后市场规模增量最大。

图17:全球各地区汽车后市场规模（亿欧元）



资料来源：麦肯锡，公司公告，甬兴证券研究所

图18:中国车龄结构变化



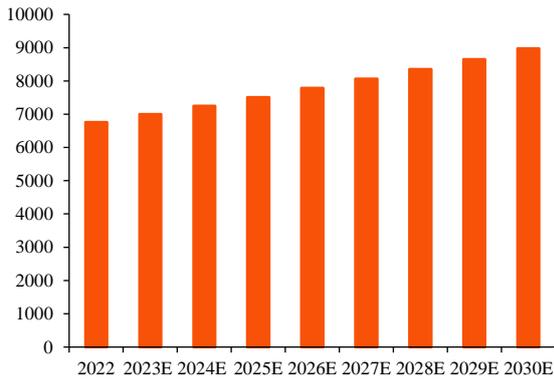
资料来源：公安部，立鼎产业研究网，甬兴证券研究所

工业机械市场：未来随着基建需求拉动、环保升级、设备更新换代、人工替代效应等多重利好驱动，工程机械行业规模的持续增长将有效带动橡胶零部件行业的蓬勃发展。据 BusinessResearchInsights，2022 年全球工业机械市场规模达到约 6756.2 亿美元，预计 2030 年将达到 8978.2 亿元，2023-2030 年 CAGR 约为 3.6%。

家电卫浴市场：是居家生活领域的重要组成部分，产品主要包括传统家电、家用厨房电器具、个人护理类产品、卫浴洁具类产品。家电卫浴橡胶零部件主要满足家电卫浴对静音、减震、密封等性能方面的要求。

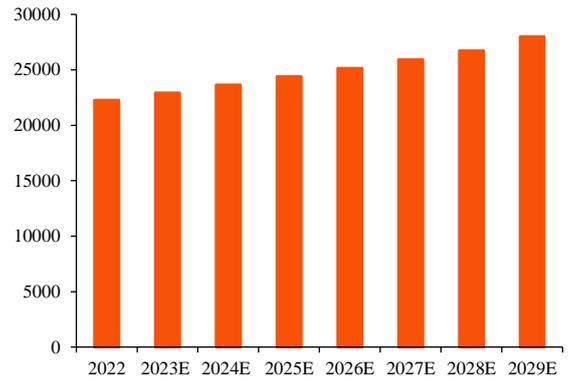
据 QYResearch，2022 年全球家电卫浴市场规模达到约 22250 亿元，预计 2029 年将达到 28001 亿元，2023-2029 年 CAGR 约为 3.38%。

图19:全球工业机械市场规模 (亿美元)



资料来源: BusinessResearchInsights, 甬兴证券研究所

图20:全球家电卫浴市场规模 (亿元)



资料来源: QYResearch, 甬兴证券研究所

公司传动系统部件除应用于汽车领域外,还可用于工业机械。流体管路部件中,卫浴水管产品应用于卫浴设备内部,如粉碎机、抽水马桶、排水管道、预埋设备等,起到传输液体的作用。公司密封系统部件产品如O型圈、垫片、异形密封圈等可应用于工业机械、家电卫浴等领域。

表3:公司传动系统零部件及应用

同步带	多楔带/V带	张紧轮/惰轮
		
通过带齿与轮的齿槽相啮合来传递动力,具有传动准确、传动平稳、能吸振、噪音小等优点。其中汽车同步带通过与曲轴的连接并配合一定的传动比来保证进、排气时间的准确,为发动机提供高效可靠的正时传动。	通过带与带轮的摩擦传动驱动动力,具有结构紧凑、运转平稳、可同时传动多个带轮等优点。其中汽车多楔带/V带作为系统动力传递的媒介,以发动机曲轴输出的转矩为动力源,负责附件系统动力传递和驱动各个附件轮。	张紧轮是调节带轮传动的张紧装置,为发动机传动系统提供合适的恒定张力,起到降噪、消除传动带跳动、维持传动带张力稳定的作用。惰轮是通过改变传动带的带段长度和各附件的包角以提高传动效率。

资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

表4:公司流体管路系统部件及应用

涡轮增压进/出气管	中冷器进/出气管	空滤器进/出气管
		
涡轮增压进/出气管应用于发动机进气系统,将发动机排气歧管的废气传递至涡轮增压器,后将涡轮增压器中压缩的热空气送入中冷器。	中冷器进/出气管应用于发动机进气系统,将经过涡轮增压器增压的高温空气传递至中冷器,后将经过中冷器冷却后的高压低温空气送入发动机中。	空滤器进/出气管应用于发动机进气系统,连接滤清器、进气歧管等主要零部件,将经过滤清器过滤的洁净空气传递至进气歧管,为发动机燃烧提供空气。
散热器管	冷却水管	卫浴水管



散热器管通过传输冷却液将发动机工作产生的热量传递至散热器降温，并将散热后的冷却液传送回发动机。



冷却水管应用于发动机冷却系统，将发动机冷却液传输至冷却系统循环，达到冷却发动机的效果。



卫浴水管应用于卫浴设备内部，如粉碎机、抽水马桶、排水管道、预埋设备等，起到传输液体的作用。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

表5:公司密封系统部件及应用

制动隔膜	前/后轮油封等	防尘罩
 <p>制动隔膜应用于制动系统的膜片式制动气室中，与制动气室弹簧推杆相连接，起到密封气路和传递空气压力的作用。</p>	 <p>油封应用于传动系统和动力系统，将传动部件中需要润滑的部件与出力部件隔离，不至于让润滑油渗漏。</p>	 <p>防尘罩随制动气室推杆或盘式制动器推杆收缩或延展而变形，起到保护、防尘、密封作用，进而延长制动气室或盘式制动器的寿命。</p>

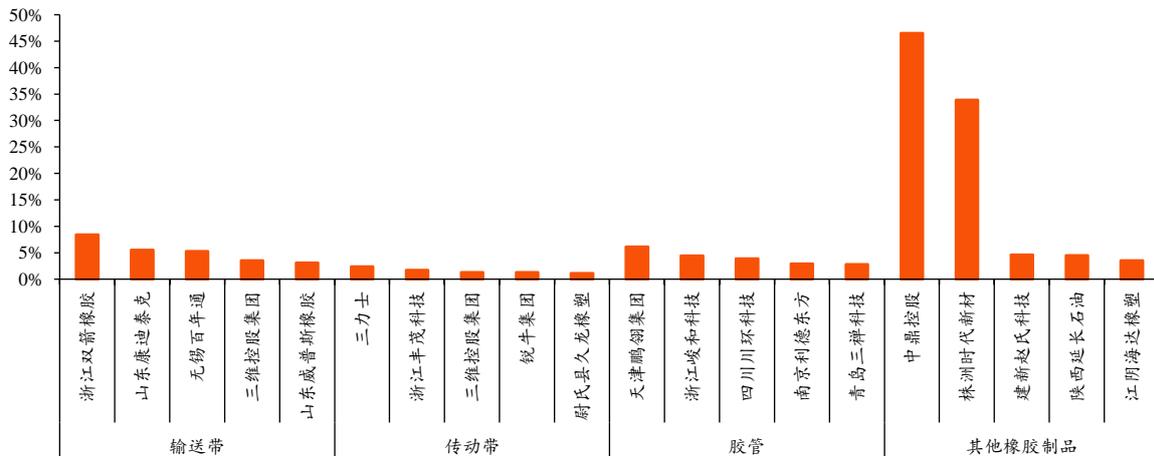
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

2.2. 竞争格局：胶管胶带行业集中度较低，市场竞争较为激烈

据前瞻产业研究院，从2023年中国橡胶制品行业集中度看，其他橡胶制品集中度最高，CR5超过90%；胶管胶带行业市场集中度最低，CR5为30%。

从市场份额看，胶管胶带(输送带、胶管、传动带)企业中，市场份额占比均在10%以下，其中浙江丰茂科技占比1.7%，位于细分赛道第二。

图21:2023年中国橡胶制品企业市场份额



资料来源：中国橡胶工业协会、前瞻产业研究院，甬兴证券研究所
注：其他橡胶制品主要为汽车减震制品、骨架油封等

我国汽车橡胶零部件在整车配套市场竞争较为激烈。少数实力较强的

零部件生产企业占据大部分整车配套市场；而多数零部件生产企业，由于受到生产规模、技术实力及品牌认同等因素的制约，仅能依靠成本优势争取部分低端的整车配套市场，在整个行业竞争中处于相对被动的地位。

在售后服务市场，汽车橡胶零部件生产企业直接向品牌商客户或经销商销售产品，并借助品牌商或经销商的销售渠道向终端客户提供产品。

在传动带领域，公司竞争对手包括康迪、哈金森、盖茨、阪东化学、欧皮特、岱高等国外企业，也包括三力士、三维股份等国内企业。在张紧轮领域，公司竞争对手包括舍弗勒、莱顿等知名企业。在国内竞争对手方面，国内从事传动系统部件生产企业数量较多，普遍呈现小而分散的特点，专业化程度不高，公司具有明显的技术研发和制造工艺优势。

表6:海外竞争对手情况

公司	简介
康迪	全球非轮胎橡胶和塑料技术领域的主要制造商，总部位于德国。致力于为汽车行业、机械和仪器制造业、化工和石油化工业、航空及采矿业设计、开发并生产各种功能性零部件及系统。
哈金森	成立于1843年，总部位于法国，主要生产和销售航空、铁路、汽车工业的橡胶制品。哈金森于1982年发明了PK带并首次应用于梅赛德斯奔驰。客户包括标致、雪铁龙、雷诺、奥迪、欧宝、大众、宝马、福特、菲亚特、VOLVO等。
盖茨	成立于1911年，总部位于美国，是全球最大的动力传动带及汽车配件制造商。盖茨公司提供数百种轿车和卡车的零部件，以满足全世界汽车制造商的各种设计需要。
阪东化学	阪东化学（Bando）成立于1906年，总部位于日本，主要产品为工业动力和输送传动带，产品广泛应用于汽车、工业、建筑、化学合成品等领域。
欧皮特	欧皮特（Opti）成立于1872年，总部位于德国，是一家高品质动力传动皮带制造商，为客户提供一流的传动产品，一直以来引领着高水准的系统、工程和服务的行业标准。目前在欧洲有六家生产工厂。
岱高	岱高（Dayco）成立于1905年，总部位于美国，是世界上最大的汽车传动带生产商之一，也是首家发明正时皮带的公司。岱高汽车传动带为世界三大品牌之一，其正时传动带销量排名全球第一，配套整车厂客户包括德国大众、美国通用、一汽大众、上海大众等。
舍弗勒	舍弗勒（Schaeffler）成立于1883年，是全球范围内提供轴承解决方案、直线和直接驱动技术的领导企业，也是汽车行业发动机、变速箱和底盘应用领域高精度产品与系统的知名供应商。
莱顿	莱顿（Litens）成立于1979年，总部位于加拿大，专注于汽车动力传动系统及零部件的设计及制造，是该领域的创新者和问题解决专家。在多国设立有工厂、研发中心或办事处等。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

表7:国内企业情况

公司	简介
三力士股份有限公司 (002224.SZ)	主营传动带，按照应用领域分为工业V带、农机V带和汽车V带，产品应用于工业、矿山、农机、汽车等领域。
元创科技股份有限公司	主要经营农用、工程、雪地、特种及高性能全地形橡胶履带和橡胶履带板，为多家重工机械和农业机械厂家配套。
浙江丰茂科技股份有限公司	主营精密橡胶零部件的研发、生产及销售，主要产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等，广泛应用于汽车、工业机械、家电卫浴等领域。
浙江三维橡胶制品股份有限公司 (603033.SH)	主营橡胶制品和轨道交通业务，其中橡胶制品主要包括输送带和V带。2020年橡胶V带营收占比17.57%，占比较低。
河南省金久龙实业有限公司	专业生产经营橡胶传动带，主要产品有汽车V带、农机带、普通V带、输送带等。
尉氏县久龙橡塑有限公司	主营三角胶带，经营平型传动带、输送带、各种胶管、农用轮胎、汽车V带、橡胶杂件以及工业用布、帘子布、化工橡胶辅料、机械制造等各类产品。
浙江保尔力胶带有限公司	专业生产各种橡胶传动带，主要产品包括包布V带、切割式V带和输送带。
宁波伏龙同步带有限公司	传动带产品专业制造销售商，主营同步带轮、工业同步带、汽车同步带。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

3. 公司成长逻辑：立足主业传动系统，打造新领域增长极

3.1. 汽车传统业务领域：传动系统优势凸显，出海竞争&进口替代双轮驱动

传动系统长期被外资垄断，出海竞争和进口替代空间大。作为汽车发动机系统的核心组成部分之一，公司核心产品传动系统部件性能要求高，技术难度大，具有较高的市场进入壁垒，国内外高端整车配套市场长期被康迪、盖茨、岱高等外资品牌垄断，进口替代和出海竞争空间大。

(1) 出海竞争：

终端客户丰富度提升，逐步打开海外市场。凭借稳定的产品质量和优质的售后服务，公司传动系统产品在海外市场的品牌认可度和市场美誉度大幅提高，先后取得博世、LN DISTRIBUTION LLC、舍弗勒、迈乐、米其林等国际知名汽车零部件品牌商授权，国际市场竞争力有效提升。

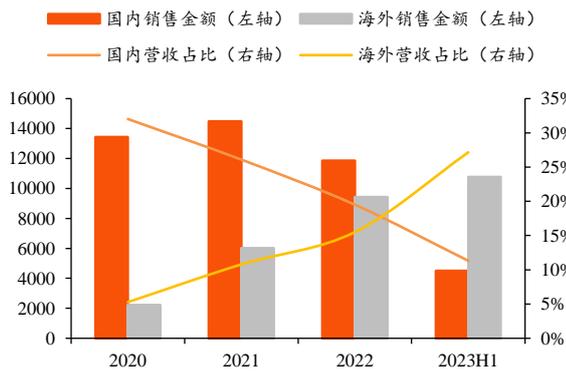
新增海外客户营收占比提升。受海外公共卫生事件反复和欧美制裁等因素影响，尤其是2022年俄乌战争爆发后，欧美车企及零部件供应商纷纷撤离俄罗斯市场，实施“断供”，同时俄罗斯本土汽车零部件企业发展落后，无法满足市场的巨大需求，关键零部件出现严重短缺的情况，LN DISTRIBUTION LLC 和 FWH Vostok, Ltd 考虑供应链安全相应增加国内采购，公司凭借稳定的产品质量和优质的客户服务，新增采购订单较多。

公司前五大客户中的海外客户营收从2020年约2217.80万元提升至2023年约10763.79万元，海外客户营收占比从2020年约5.28%提升至2023年约27.15%。

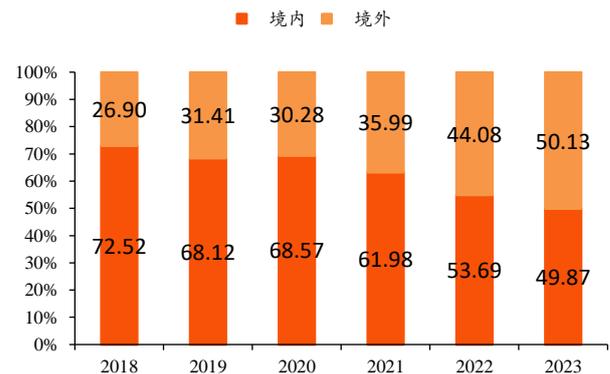
表8:公司前五大客户情况

2020年			2021年			2022年			2023年H1		
客户	销售金额(万元)	营收占比	客户	销售金额(万元)	营收占比	客户	销售金额(万元)	营收占比	客户	销售金额(万元)	营收占比
上汽集团	5791.5	13.78%	上汽集团	6535.29	11.78%	LN DISTRIBUTION LLC	5847.02	9.62%	LN DISTRIBUTION LLC	4448.79	11.22%
一汽集团	3066.4	7.38%	一汽集团	4733.94	8.53%	上汽集团	5422.23	8.92%	Khaled Al Hashemi Gen.Trdg.L.L.C.	4007.95	10.11%
吉利汽车	2383.38	5.67%	吉利汽车	3205.01	5.78%	一汽集团	4401.76	7.24%	上汽集团	2696.56	6.80%
Khaled Al Hashemi Gen.Trdg.L.L.C.	2217.8	5.28%	Khaled Al Hashemi Gen.Trdg.L.L.C.	3194.18	5.76%	Khaled Al Hashemi Gen.Trdg.L.L.C.	3573.58	5.88%	FWH Vostok,Ltd.	2307.05	5.82%
瑞立集团	2180.42	5.19%	Robert Bosch GMBH	2819.84	5.03%	吉利汽车	2037.39	3.35%	一汽集团	1793.63	4.52%

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图22:公司前五大客户分地区营收情况(万元)


资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图23:公司国内外营收占比


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

坚持出海战略, 落实全球化布局。

产能基地建设: 公司将持续坚持“传动出海”战略, 已在泰国及马来西亚建设两大生产基地, 借助海外工厂加强自有品牌“丰茂”“欧迅”的推广, 提升公司传动系统产品国际地位。

销售网络建设: 公司将依托“米其林”授权品牌, 布局全球销售网络, 加快搭建各国经销商渠道, 加大市场占有率。2021年下半年, 公司接受米其林委托, 自主设计、开发、生产传动带产品, 并在中国境内独家使用其授权品牌对外销售。2022年5月, 公司获得米其林进一步品牌授权, 获准在欧盟、亚洲、南美等部分国家销售产品。

表9:公司海外投资情况

时间	基地	投资金额	生产产品	资金来源
2024年6月	马来西亚生产基地	不超过15000万元	传动系统部件	自有资金
2024年1月	泰国生产基地	不超过10000万元	-	自有资金

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

请务必阅读报告正文后各项声明

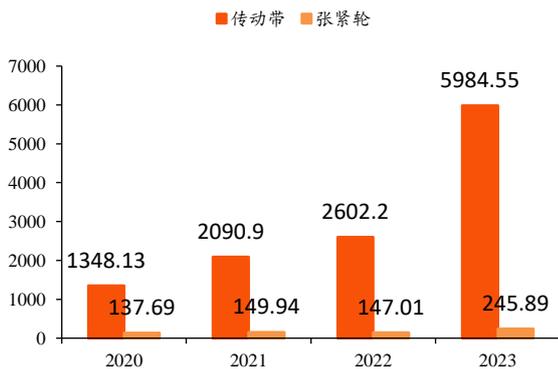
(2) 进口替代:

凭借技术升级及产品性能，公司逐步切入自主及合资品牌供应链。公司通过持续的研发投入和技术迭代升级，生产的传动系统部件性能不断提升，与国外竞争对手产品技术差距逐渐缩小，国内部分合资和自主品牌整车厂已逐渐由外资品牌配套转为公司国产配套。公司传动系统部件已配套上汽通用五菱、上汽集团、一汽集团、吉利汽车等主流品牌多款车，国内整车配套市场逐步实现进口替代。

公司部分下游客户稳健放量。据 marklines，吉利、一汽、上汽产量 2020 年分别约为 197.20 万辆/79.26 万辆/96.69 万辆，2023 年分别约为 256.52 万辆/72.11 万辆/136.80 万辆。

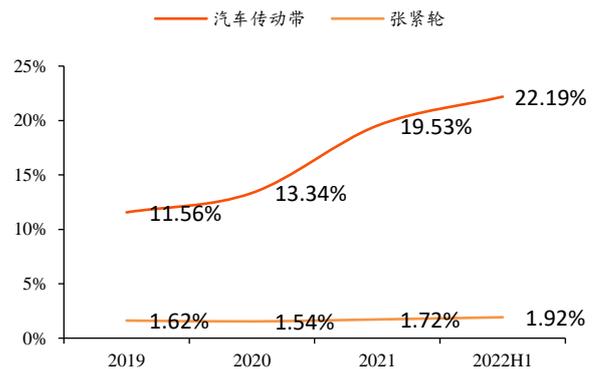
公司传动系统产品市占率稳步提升。公司汽车传动带产品国内市占率由 2019 年的 11.56% 提升至 2022H1 的 22.19%，张紧轮产品国内市占率由 1.62% 提升至 2022H1 的 1.92%。

图24:公司传动系统销量(万件)



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

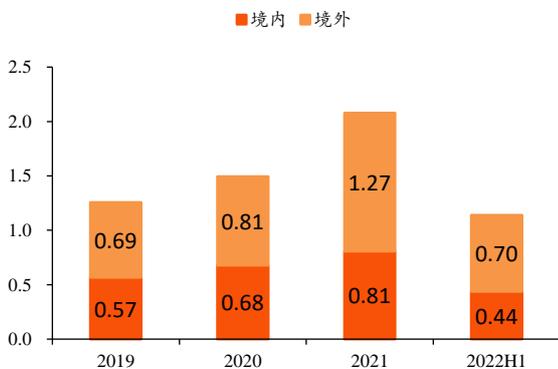
图25:公司传动系统国内市占率(%)



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

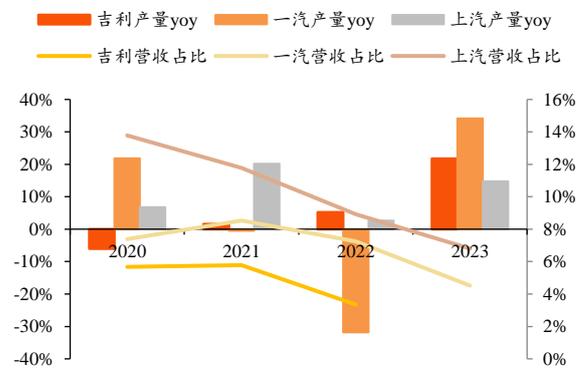
注:销量口径

图26:公司传动系统售后市场营收情况(亿元)



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

图27:公司部分客户产量及营收占比变动情况



资料来源:Marklines, 公司公告, 甬兴证券研究所

定点及在手订单储备丰富，为公司后续发展奠定基础。公司已取得的

传动系统整车配套和售后服务市场主要客户定点项目较多，在手订单充足，且主要客户多为国内外知名整车企业及零部件供应商，优质的客户资源和丰富的在手订单为公司传动系统产品未来持续发展提供重要基础。

表10:传动系统产品主要整车配套客户预计订单情况

客户	项目名称	产品供货周期	在手订单生命周期内平均年化产值(万元)
上汽集团	上汽通用五菱 N15T 传动带、张紧轮项目	2015~2025	800
上汽集团	上汽通用五菱 N15A 张紧轮项目	2015~2025	500
上汽集团	上汽通用五菱 B15/N15A 传动带项目	2009~2026	400
上汽集团	上汽通用五菱 B15 传动带项目	2009~2026	300
一汽集团	红旗发动机 CA4GB15TD 张紧器、传动带项目	2020~2026	1500
一汽集团	红旗 C100 张紧轮、多楔带项目	2022~2028	1000
吉利汽车	吉利发动机 BHE15MT 张紧器、传动带项目	2022~2027	1000
吉利汽车	吉利发动机 BETA-4G14T 张紧器项目	2019~2024	500
KAH	XU7 传动带项目	2019~2024	550
KAH	TUV5 传动带项目	2019~2024	450
KAH	KIAPRIDE 传动带项目	2019~2024	400
东风日产	启辰 D60 传动带、张紧轮、骐达、轩逸张紧轮项目	2018~2024	1000
小康股份	东风小康 DK15VVT 传动系统项目	2014~2037	150
小康股份	东风小康 SFG15T 传动系统项目	2016~2024	100
小康股份	东风小康 SFG15 传动系统项目	2014~2026	250
小康股份	东风小康 SFG15TGDI 传动系统项目	2022~2036	300

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

表11:传动系统产品售后服务市场主要客户在手订单情况

客户	项目名称	在手订单生命周期内平均年化产值(万元)
LNDISTRIB UTION LLC	LYNX137CL22、6PK1823、PK-1300 等 806 个零件号的传动带和套包	4200
博世	BOSCH1987946062B66 博世 1987948486B66、和 1987947600B66 等共 168 个零部件产品	2000
舍弗勒	SCHAEFFLER5371711100、5371706100、5340720000 等 331 个零件号的传动带和张紧轮	1400
迈乐	MEYLE0500061250、0340420001、11-149031003 等 1031 个零件号的传动带、张紧轮和油封	900
费比	FEBI28813、31076 等 950 个零件号的传动带、硅胶管和张紧轮	800
斯凯孚	SKFVO-VKMATB06103、VO-VKMATB06104 等 44 个零件号的传动带和张紧轮	360

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司扩大产能建设以匹配客户订单需求。公司招股书披露的募投项目将扩大公司传动带、张紧轮的产能，为应对更大的市场需求打下良好的生产基础。其中，募投项目达产后将新增传动带产能 2,040 万条/年，新增张紧轮产能 840 万套/年。

公司主要产品体系将得以丰富，生产和服务能力将得到进一步提升；同时，公司将进一步加大对精密橡胶零部件配方设计、结构设计和工艺优化的研发投入，提升公司的技术研发能力、设计能力、生产能力、服务能力等自主创新能力，增强公司核心竞争力。

表12:公司募投项目情况

项目名称	项目投资总额 (万元)	建设周期	产能情况
------	----------------	------	------

请务必阅读报告正文后各项声明

传动带智能工厂建设项目	29511.73	24 个月	传动带产能 2,040 万条/年，其中汽车传动带新增 1,020 万条/年，工业传动带新增 816 万条/年，农业传动带新增 204 万条/年
张紧轮扩产项目	8493.56	24 个月	张紧轮产能 840 万套
研发中心升级建设项目	5564.16	24 个月	-
合计	43569.5		

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

3.2. 汽车新业务领域：商用车、新能源汽车领域配套布局加码

伴随供给端的国产替代，细分行业公司将迎来发展新机遇。公司作为橡胶传动带行业龙头企业之一，在橡胶制品行业拥有丰富的生产经验以及材料配方优势，同时结合现有客户渠道，拓展新业务板块。

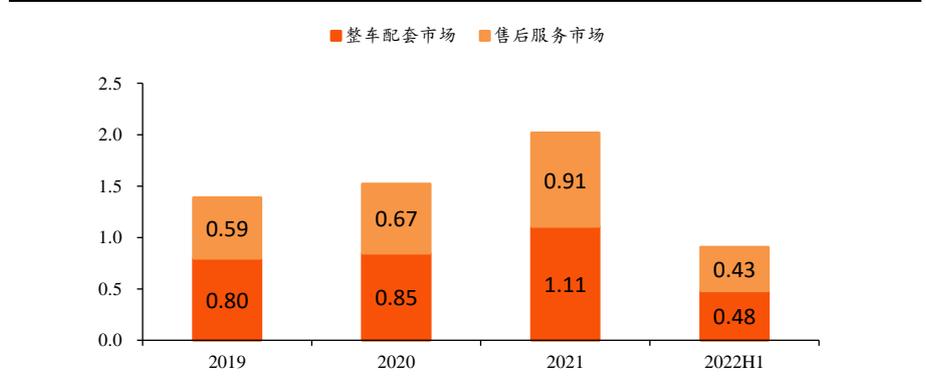
(1) 将公司已有产品拓展至商用车&新能源领域。

商用车领域：战略绑定优质客户，商用车领域营收稳步提升。

在商用车整车配套市场：公司主要配套上汽集团、瑞立集团、纳威司达、江淮汽车、北汽福田、ASSP、斯堪尼亚和安徽康明斯动力有限公司等国内外主流商用车整车厂和零部件供应商。

在商用车售后服务市场：公司主要销售博世、LNDISTRIBUTIONLLC、DIESELTECHNIC、舍弗勒、迈乐、米其林等境外知名零部件品牌商，部分销售国内经销商客户。

图28:公司商用车领域营收（亿元）



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司加大商用车领域的开发应用。公司利用乘用车产品技术经验，加大对技术要求更高的商用车领域产品的开发及应用。

表13:公司商用车领域布局的主要产品情况 (2022年9月披露)

客户	产品类别	所处阶段	预计量产配套时间
昆明云内动力股份有限公司	张紧轮	已量产	2022年3月已量产
昆明云内动力股份有限公司	传动带	已量产	2022年8月量产
昆明云内动力股份有限公司	涡轮增压管	小批量供货	预计2022年10月量产
广西玉柴动力股份有限公司	传动带	已量产	2022年4月量产
广西玉柴动力股份有限公司	张紧轮	已量产	2022年8月量产
北京康明斯发动机有限公司	张紧轮	小批量供货	预计2022年9月量产
北京康明斯发动机有限公司	涡轮增压管	小批量供货	预计2022年10月量产
西安康明斯发动机有限公司	传动带	已项目定点, 样件开发中	预计2022年11月量产
安徽全柴动力股份有限公司	张紧轮、传动带	已项目定点, 样件开发中	预计2022年12月量产
一汽解放汽车股份有限公司	冷却水管	已项目定点, 样件开发中	预计2022年12月量产
浙江新昌柴油机股份有限公司	涡轮增压管	已项目定点, 样件开发中	预计2022年12月量产
中国重汽集团有限公司	涡轮增压管	已项目定点, 样件开发中	预计2022年12月量产
中国重汽集团有限公司	冷却水管	已项目定点, 样件开发中	预计2023年3月量产
中国重汽集团有限公司	传动带	已项目定点, 样件开发中	预计2023年8月量产
斯堪尼亚	冷却水管	已项目定点, 样件开发中	预计2023年5月量产
上海柴油机股份有限公司	冷却水管	已项目定点, 样件开发中	预计2023年6月量产
上海柴油机股份有限公司	张紧轮、传动带	已获竞标资格, 正在报价中	-
VOLVOGroupTrucksPurchasing (瑞典、美国、澳大利亚)	冷却水管	已获竞标资格, 正在报价中	-
ASSPSAGL	涡轮增压管	已项目定点, 样件开发中	预计2022年9月量产
道依茨(上海)国际贸易有限公司	传动带	已项目定点, 样件开发中	预计2023年6月量产
UDtruckscorporation	传动带	已获竞标资格, 正在报价中	-
MANTruck&BusSE	冷却水管	已获竞标资格, 正在报价中	-

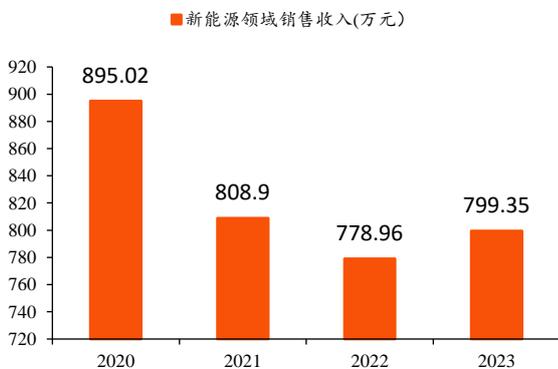
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

新能源车领域: 公司积极储备新能源汽车领域产品, 并实现优质车企配套。

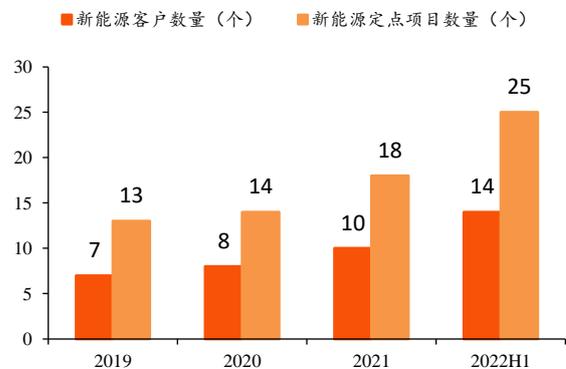
公司凭借多年的行业技术积累和整车配套经验, 积极在新能源汽车领域进行技术和产品储备, 部分产品已初步获得市场认可, 进入市场推广阶段, 为后续新能源汽车配套产品持续稳定发展奠定了基础。

公司在新能源汽车领域已布局多个产品系列, 已进入比亚迪、上汽大通、吉利汽车、东风日产、长安汽车、福特汽车、康明斯等新能源汽车配套体系。

后续产品开发计划: 在原有整车配套流体管路系统产品基础上, 开发电池冷却管路和氢燃料电池管路等新能源配套产品。

图29:公司新能源领域营收


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图30:公司新能源定点及客户数量情况


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

表14:公司新能源产品及客户情况

产品领域	主要产品	客户情况
------	------	------

请务必阅读报告正文后各项声明

传动系统领域	公司产品均可在“新能源混合动力汽车”中延续使用。48V 混合动力附件系统传动带、增程式发动机附件弹性传动带等新能源领域产品	比亚迪、吉利汽车、小康动力、长安福特、东风日产、理想汽车等整车客户新能源混合动力汽车产品定点。
流体管路系统领域	纯电动汽车冷却管路、电池包冷却液管路、氢能燃料输送管路等新能源汽车领域相关材料配方和零部件产品	上汽大通、吉利汽车、长安汽车、东风日产、康明斯、斯堪尼亚、理想汽车、中国重汽、北汽福田、江淮汽车等国内外多家整车厂商新能源汽车产品定点，并陆续开始量产。

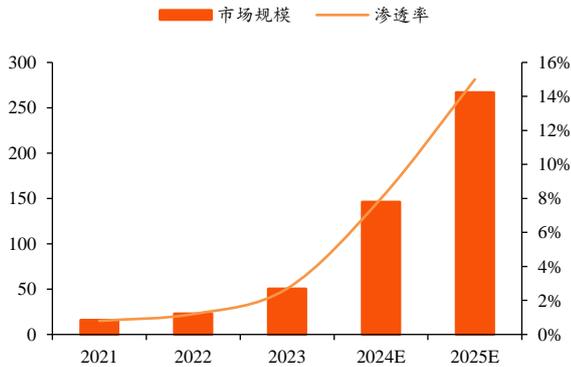
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

(2) 公司拓展空气悬架业务板块，打造第二增长曲线。

空气悬架加速渗透，市场空间广阔。乘用车领域，预计到 2025 年空气悬架渗透率约 15%，市场规模约 266.76 亿元，2023-2025 年 CAGR 为 74.38%。商用车领域，预计到 2025 年空气悬架市场规模约 49.28 亿元，2023-2025 年 CAGR 为 10.75%。

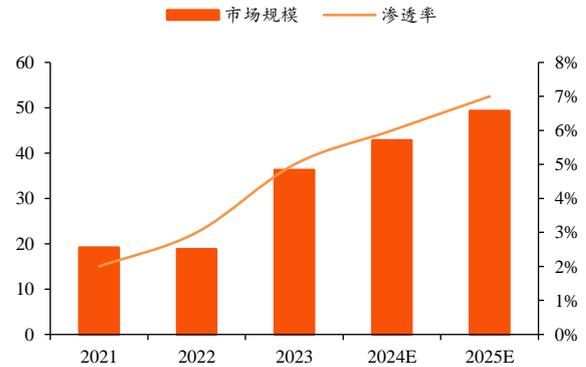
24H1，公司新增多个商用车项目定点，同时商用车空气弹簧产品已实现小批量订单交付。

图31:乘用车空气悬架市场空间及渗透率（亿元）



资料来源：中汽协、盖世汽车、立鼎产业研究院，甬兴证券研究所

图32:商用车空气悬架市场空间及渗透率（亿元）



资料来源：中汽协、盖世汽车、立鼎产业研究院，甬兴证券研究所

3.3. 非汽车领域：新品拓展多点开花，配套优质客户

加大非汽车领域开发。在非汽车领域，在原有汽车传动带和工业传动带的基础上，公司迎合非道路用车市场的快速增长，加大非道路用车传动带等零部件的开发；同时，借助区域产业优势，加大在工业（纺织机、安防系统、工业机器人、数控机床、空压机、物流输送线等）、农业（割草机、大型收割机等）、家电（吸尘器、跑步机、洗衣机等）及摩托车领域的技术研究、新产品开发和市场开拓力度，降低对汽车市场的依赖。

表15:非汽车领域产品布局情况 (2022年9月披露)

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

资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

关键假设:

1) **汽车领域:** 公司新品持续研发中, 产品拓展至商用车领域及新能源车领域。同时公司客户结构持续优化, 海外客户营收贡献凸显。此外, 公司多款车型拟陆续于 2024 年起开始量产配套, 由此我们预计 2024~2026 年营收同比增速保持 15%, 盈利能力端, 传动系统产品毛利率相对较高, 伴随着销售收入占比及规模提升, 产品毛利率有望小幅提升。毛利率分别为 32%、32%、33%。

2) **非汽车领域:** 深度开发非汽车领域高端应用市场, 持续拓展国内外非汽车市场, 在家电卫浴、工业机械等众多领域实现进口替代。

➢ **工业机械:** 营收占比相对较低, 2023 年仅占比 6.4%。预计 2024~2026 年营收同比增速保持 20%, 毛利率维持在 30%。

➢ **家电卫浴:** 营收占比较小, 2023 年仅占比 0.6%。预计 2024~2026 年营收同比增速保持 10%, 毛利率维持在 45%。

3) **其他业务:** 营收占比较小, 2023 年仅占比 2.8%。预计 2024~2026 年营收同比增速保持 2%, 毛利率维持在 46%。

由此, 我们预计公司 2024~2026 年营收同比增速分别约为+14.92%、+14.98%、+15.03%, 毛利率分别约为 31.84%、32.24%、32.65%。

表16:公司盈利预测 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司整体						
营业收入	554.66	608.03	801.58	921.21	1059.22	1218.46
yoy		9.62%	31.83%	14.92%	14.98%	15.03%
营业成本			559.81	627.89	717.69	820.64
毛利率			31.52%	31.84%	32.24%	32.65%
汽车						
营业收入	518.20	560.67	722.65	831.05	955.71	1099.07
yoy		8.19%	28.89%	15%	15%	15%
营业成本			509.13	569.27	649.88	741.87
毛利率			29.55%	32%	32%	33%
工业机械						
营业收入	20.05	29.95	51.46	61.75	74.10	88.92
yoy		49.37%	71.82%	20%	20%	20%

请务必阅读报告正文后各项声明

营业成本		35.90	43.23	51.87	62.25
毛利率		30.24%	30%	30%	30%
家电卫浴					
营业收入	5.14	3.89	4.94	5.43	5.98
yoy		-24.45%	27.09%	10%	10%
营业成本		2.72	2.99	3.29	3.62
毛利率		45.02%	45%	45%	45%
其他业务					
营业收入		22.52	22.97	23.43	23.90
yoy			2%	2%	2%
营业成本		12.07	12.41	12.65	12.91
毛利率		46.42%	46%	46%	46%

资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

4.2. 估值

公司主要产品涉及传动系统零部件、流体管路系统部件和密封系统部件等。由此选取同属于汽车非轮胎橡胶制品领域的溯联股份、川环科技作为可比公司。2024 年/2025 年/2026 年可比公司平均 PE 约为 21.5 倍/17.3 倍/14.1 倍。公司作为橡胶传动带龙头企业, 聚焦汽车应用领域, 终端客户丰富度高, 覆盖海内外多家知名车企及零部件厂商; 新品持续拓展, 布局商用车及新能源车领域, 新品空气悬架有望开启新成长曲线。综合考虑, 首次覆盖给予“买入”评级。

表17:可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价, 元	市值, 亿元	归母净利润, 亿元				PE				2023-2026 CAGR
		2024/11/13		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
301397.SZ	溯联股份(*)	32.5	39.0	1.5	1.7	2.1	2.6	25.9	22.7	18.5	15.2	19%
300547.SZ	川环科技(*)	20.5	44.4	1.6	2.2	2.8	3.4	27.4	20.3	16.1	13.0	28%
	平均							26.6	21.5	17.3	14.1	
301459.SZ	丰茂股份	42.9	34.3	1.4	1.6	1.9	2.2	26.9	21.5	18.3	15.6	17%

资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

注: (*) 归母净利润值均采用 iFind 一致预期

5. 风险提示

客户需求不及预期: 汽车行业正处于变革期, 整车厂竞争加剧, 公司配套车型存在销量不及预期的风险。

行业竞争加剧: 橡胶零部件行业参与者众多, 若公司不能保持技术、成本和质量等方面的领先, 将对公司业绩产生不利影响。

原材料价格波动: 若上游原材料价格出现波动, 可能对公司盈利能力产生不利影响。

汇率波动风险: 由于公司部分产品销往海外国家, 海外营收占比较高, 因此汇率波动或将影响公司营收以及盈利能力。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	500	1,178	1,280	1,473	1,720	经营活动现金流	66	135	216	227	267
货币资金	143	631	674	780	933	净利润	102	138	159	187	220
应收及预付	140	206	200	226	256	折旧摊销	20	26	26	29	32
存货	170	179	204	227	252	营运资金变动	-68	-37	24	0	0
其他流动资产	47	162	201	240	280	其它	11	9	7	11	15
非流动资产	234	339	418	449	469	投资活动现金流	-29	-226	-135	-90	-82
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-31	-41	-63	-55	-47
固定资产	131	160	206	237	254	投资变动	0	-185	-30	-30	-30
在建工程	40	54	45	41	40	其他	2	0	-42	-5	-5
无形资产	29	29	29	28	28	筹资活动现金流	4	571	-37	-32	-32
其他长期资产	35	96	138	143	148	银行借款	5	0	-5	0	0
资产总计	734	1,517	1,698	1,921	2,189	股权融资	0	591	1	0	0
流动负债	351	424	484	552	631	其他	-1	-20	-33	-32	-32
短期借款	5	0	0	0	0	现金净增加额	41	483	43	105	153
应付及预收	308	382	436	498	570	期初现金余额	69	110	593	636	741
其他流动负债	38	42	48	54	61	期末现金余额	110	593	636	741	894
非流动负债	20	27	21	21	21						
长期借款	0	5	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	20	22	21	21	21						
负债合计	371	452	505	573	652						
股本	60	80	80	80	80						
资本公积	114	657	658	658	658						
留存收益	190	328	455	610	798						
归属母公司股东权益	364	1,066	1,193	1,348	1,536						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	734	1,517	1,698	1,921	2,189						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	9.6%	31.8%	14.9%	15.0%	15.0%
营业利润增长	40.5%	43.4%	16.5%	17.5%	17.7%
归母净利润增长	46.0%	35.1%	15.4%	17.4%	17.7%
获利能力					
毛利率	29.0%	30.2%	31.8%	32.2%	32.6%
净利率	16.8%	17.2%	17.3%	17.7%	18.1%
ROE	28.1%	13.0%	13.4%	13.9%	14.3%
ROIC	25.7%	12.2%	12.9%	13.4%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	50.5%	29.8%	29.7%	29.8%	29.8%
净负债比率	-37.9%	-58.8%	-56.5%	-57.8%	-60.7%
流动比率	1.42	2.78	2.65	2.67	2.72
速动比率	0.91	2.31	2.18	2.21	2.28
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.71	0.57	0.59	0.59
应收账款周转率	5.05	5.35	5.15	5.19	5.27
存货周转率	2.83	3.20	3.27	3.33	3.43
每股指标 (元)					
每股收益	1.70	2.26	1.99	2.34	2.75
每股经营现金流	1.09	1.69	2.70	2.83	3.33
每股净资产	6.06	13.32	14.91	16.85	19.21
估值比率					
P/E	0.00	20.55	21.53	18.34	15.58
P/B	0.00	3.49	2.88	2.55	2.23
EV/EBITDA	-1.09	17.73	13.72	11.28	9.11

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。