

恒帅股份： 精研汽车微电机，分享ADAS红利

华西证券汽车团队

2024年12月9日

分析师：白宇

SAC NO: S1120524020001

分析师：赵水平

SAC NO: S1120524050002

联系人：钟思婷

■ 核心观点：

1) 恒帅股份：微电机龙头，开拓ADAS第二曲线。2001年，恒帅微电机成立，公司主要从事车用电机技术、流体技术相关产品的研发、生产与销售，致力于成为全球领先的汽车电机技术解决方案供应商。

2) 微电机：车市消费升级，充分利好微电机市场。汽车微特电机使用数量多少与汽车档次成正比，乘用车需要的汽车电机数量较多，普通轿车至少配备20-30个，而高端豪华型轿车则需要配备60-70台甚至上百个。按照单个价格20元测算，对应普通轿车、高端豪华轿车的单车均价为400-600元、1200-1400元。随着换购占据主流，消费升级逻辑逐步明显，驱动微特电机市场扩大。

3) 流体技术：汽车智能化正当时，清洗系统迎来增长点。智能化背景下清洗系统需求有望实现升级。在汽车智能化程度提升的背景下，单车传感器用量提升的同时有望催生出新的传感器清洗需求，清洗系统的需求有望升级。公司前瞻布局了ADAS主动感知清洗系统，未来将充分受益于清洗系统需求升级与市场空间提升。

■ **投资建议：**公司是国内车用微电机领域引领者，智能化&消费升级趋势明显，驱动公司业务量价双增；预计公司2024-2026年营收为10.79、13.29、15.68亿元，归母净利润为2.34、2.96、3.46亿元，EPS为2.92、3.70、4.32元。公司2024年12月9日收盘价93.75元，对应2024-2026年PE为32.08、25.31、21.68倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧超预期，价格战带来价格下降，出货量不及预期等。

目录

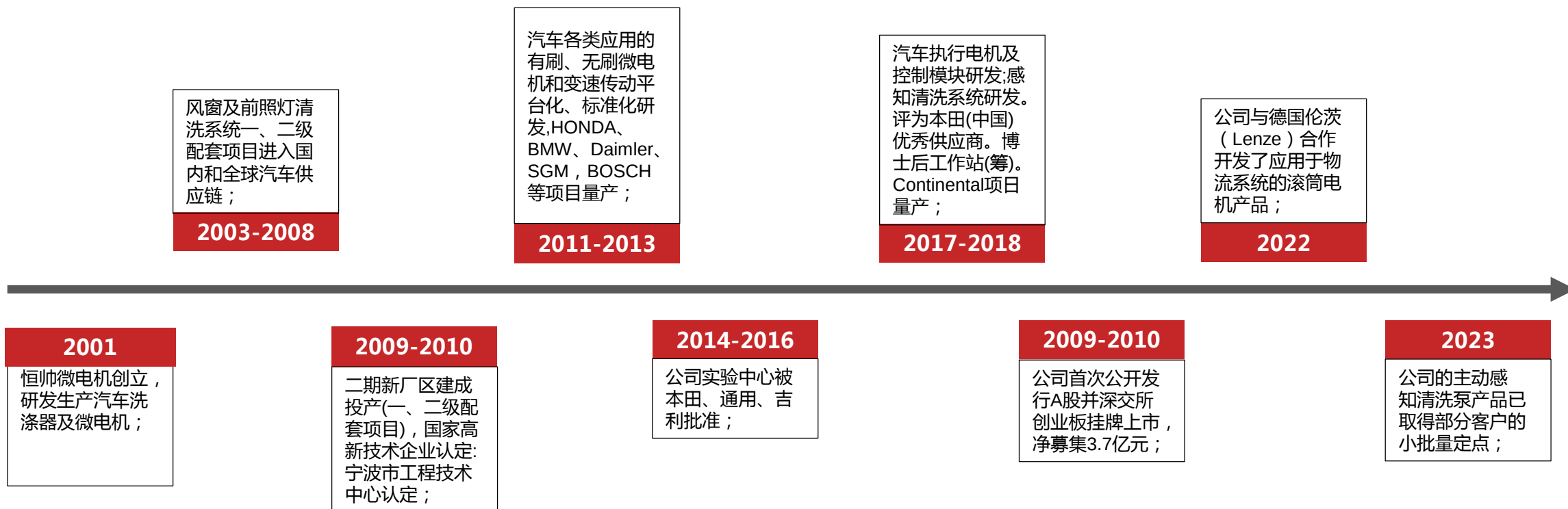
- 1、恒帅股份：微电机龙头，开拓ADAS第二曲线
- 2、微电机：车市消费升级，充分利好微电机市场
- 3、流体技术：汽车智能化正当时，清洗系统迎来增长点
- 4、投资建议与风险提示

1、恒帅股份： 微电机龙头，开拓ADAS第二曲线

恒帅股份：致力于成为全球汽车微电机龙头

恒帅股份：致力于成为全球汽车微电机龙头。2001年，恒帅微电机成立，公司主要从事车用电机技术、流体技术相关产品的研发、生产与销售，致力于成为全球领先的汽车电机技术解决方案供应商；2021年，公司A股上市、净募集3.7亿元；2022年，公司合作开发了应用于物流系统的滚筒电机产品；2023年，公司主动感知清洗泵产品获小批量定点。

图 1-1：公司发展历程

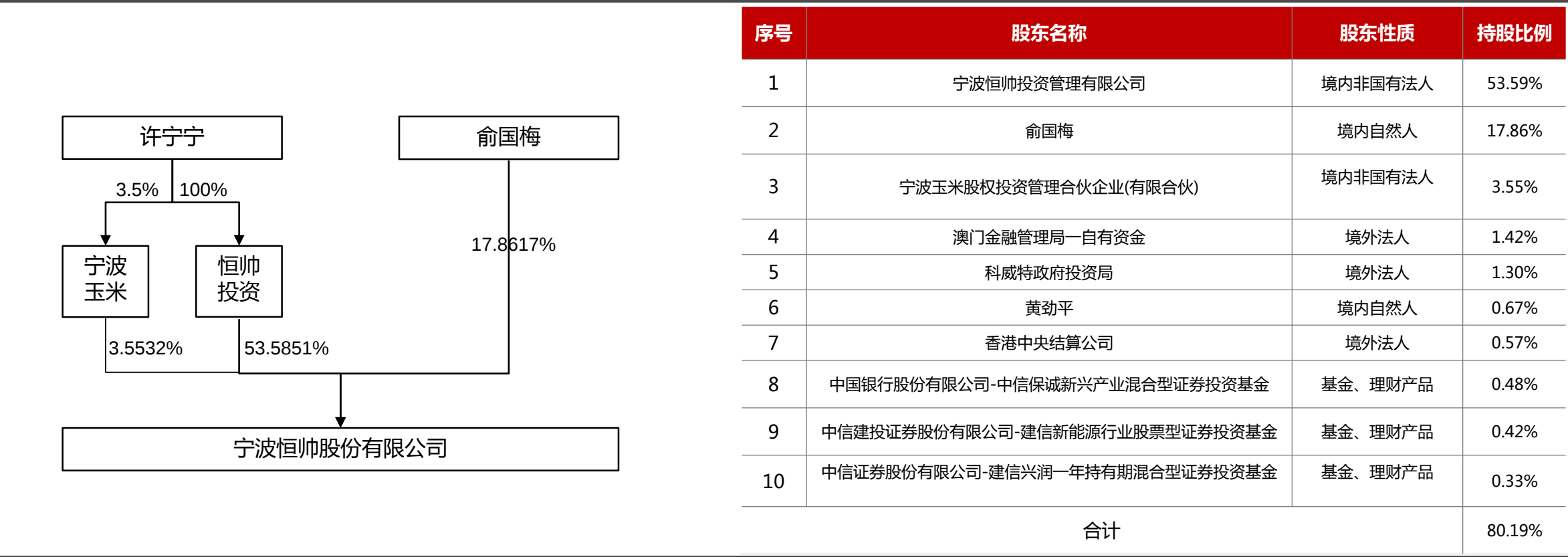


公司股权结构清晰、较为集中

截至2024年6月末，许宁宁通过控制恒帅投资间接控制公司53.5851%的股权，通过控制宁波玉米而间接控制公司3.55%的股权；俞国梅直接持有公司17.8617%的股权。

许宁宁及俞国梅两人（夫妻关系）直接和间接合计控制公司75%的股权，其直接或间接所持股份不存在质押或其他有争议的情况。

图 1-2：公司股权架构（截至2024年6月末）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

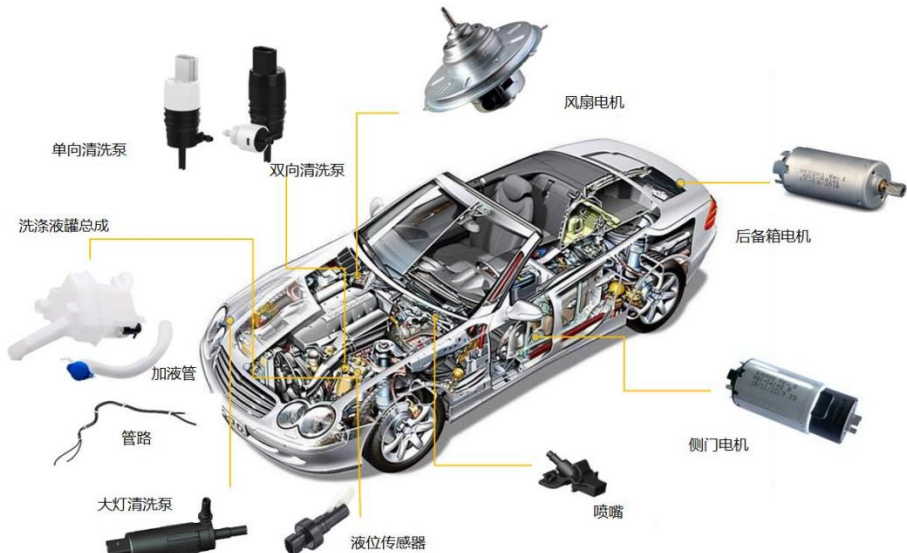
主营业务为电机、清洗泵、清洗系统

主营业务为电机、清洗泵、清洗系统，布局热管理等新业务。公司主要从事车用电机技术、流体技术相关产品的研发、生产与销售，现有业务规划布局为四大业务单元：1）在电机技术领域，划分为电机业务、电动模块业务；2）在流体技术领域，划分为驾驶视觉清洗系统（清洗泵、清洗系统）、热管理系统业务。

图 1-3：公司主要产品介绍

技术领域	业务单元	产品名称	产品简介	产品图例
电机技术领域	电机业务	后备箱及侧门电机、风扇电机、ABS电机、清洗电机等；	电机产品在不同车身部位的应用，比如后备箱电机，可以将汽车后备箱的开关由手动改为电机驱动；	
	电动模块业务	隐形门把手驱动机构、充电小门执行器等产品	电机产品与齿轮等部件组装在一起形成具备特定功能的模块	
流体技术领域	驾驶视觉清洗系统	单向清洗泵、双向清洗泵等	清洗泵负责将洗涤液从洗涤液罐中抽出，通过管路系统及喷嘴，将洗涤液喷射到挡风玻璃或者车大灯的指定位置	
		洗涤液罐总成、洗涤管路、洗涤喷嘴和加液管等	一套完整的汽车清洗系统通常包括个洗涤液罐总成(由清洗泵、洗涤液罐、液位传感器等构成)、若干条洗涤管路、若干个洗涤喷嘴、一个加液管钳三(部分产品加液管直接和洗涤液罐一体成型)以及其他配件	
	热管理系统业务	冷却歧管、电子循环泵等	冷却歧管将三个独立的热管理系统集成后统一管理，极大减少了管路数量，系统的集成度和效率更高;电子循环泵通过电机驱动，采用直流无刷	

公司主要产品在汽车中应用的示意图如下：



资料来源：公司公告，华西证券研究所

直销模式为主，积极开拓后市场

公司产品销售主要采取直销模式，目前已成广本、长城、吉利、小鹏等车企的一级配套供应商；同时，与斯泰必鲁斯、庆博雨刮、博世、曼胡默尔、东洋机电、大陆、麦格纳、霍富、爱德夏、三花智控、拓普集团等零部件供应商合作，参与全球整车厂的二级配套；此外，公司通过经销模式，如迈乐、费比、标准汽车等售后市场渠道商及贸易型客户销往售后及其他配套市场。

图 1-4：公司主要产品的构成、销售模式

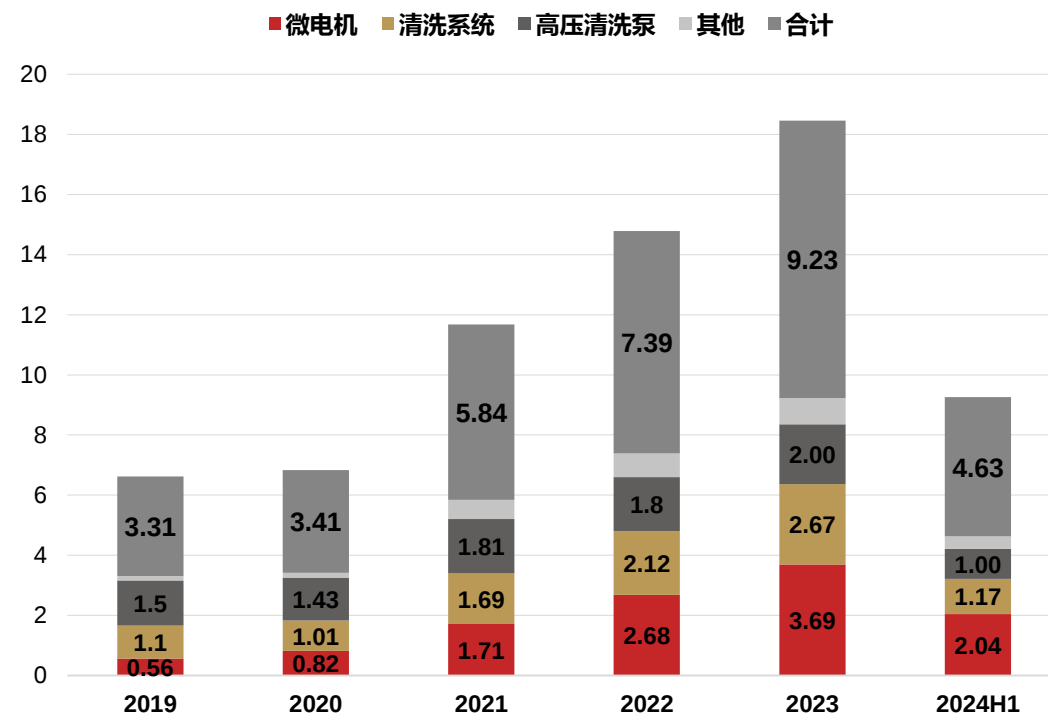
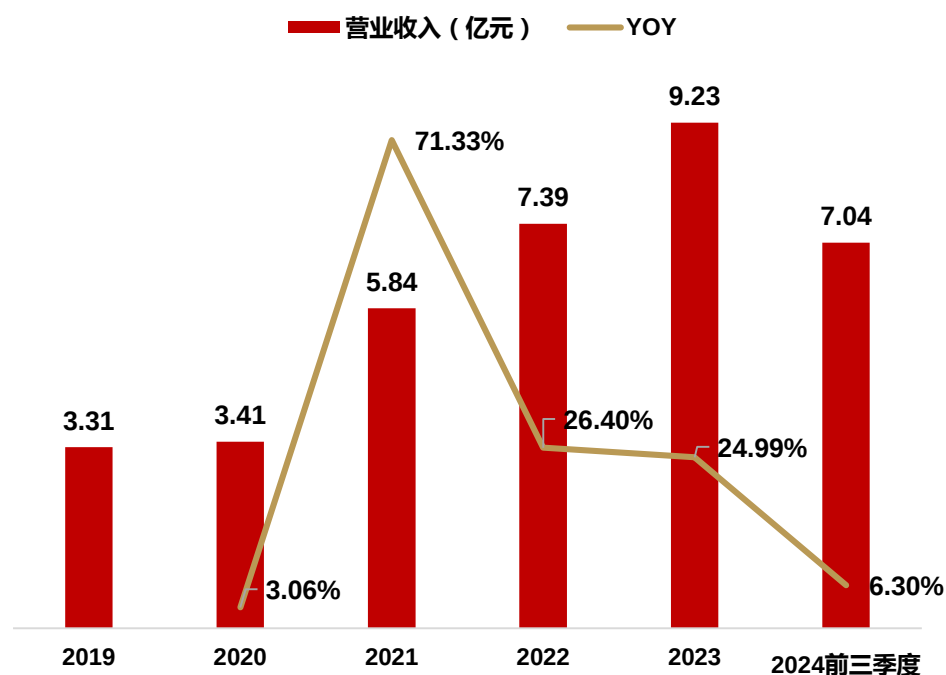
产品构成		销售模式
微电机	公司生产的微电机目前以直流有刷电机为主，主要结构包括线束插套、机盖、PCB、换向器、转子、漆包线、磁瓦、机壳和齿轮等。 工作原理：电机通电时，转子获得转动动力矩并带动换向器转动，换向器与电刷不断接触摩擦起到换向作用，保证转子获得的转矩方向保持不变，从而对外输出动能；	微电机主要采取二级配套的方式供应全球汽车零部件供应商，其中后备箱及侧门电机主要客户为斯泰必鲁斯（Stabilus），应用于宝马、福特、上汽、通用等汽车品牌；风扇电机的主要客户为三电工业（Sanden），应用于 Saipa、Khodro 等汽车品牌；ABS 电机的主要客户为兆威机电，应用于本田摩托车安全系统；
微电机图例		
清洗泵	清洗泵主要由清洗电机、端盖、壳体、叶轮和其他配件组装而成，清洗电机是其核心组件； 工作原理：公司生产的清洗泵是离心泵的一种，依靠电机带动叶轮高速转动所产生的离心力来抽取液体；	清洗泵产品主要采取二级配套的方式供应全球汽车零部件供应商，主要客户为庆博雨刮（KBWS）、曼胡默尔（Mann+Hummel）、东洋机电（DY Auto）、劳士领（Rochling）、法可赛（Ficosa）、艾倍思（ABC Group）等，应用于宝马、梅赛德斯-奔驰、现代、起亚、北京现代、东风悦达起亚、福特等汽车品牌。此外，清洗泵还通过如迈乐（Meyle）、费比（Febi）、标准汽车（SMP）等客户销往售后及其他配套市场。
清洗泵图例		
清洗系统	一套完整的汽车清洗系统通常包括一个洗涤液罐总成（由清洗泵、洗涤液罐、液位传感器等构成）、若干条洗涤管路、若干个洗涤喷嘴、一个加液管（部分产品加液管直接和洗涤液罐一体成型）以及其他配件；	清洗系统主要采取一级配套的方式供应国内整车厂，主要客户为广汽本田、东风本田、东风日产、东风启辰、上汽通用、广汽集团、吉利汽车、中国一汽等，配套各整车厂的相应车型。
清洗系统图例		

资料来源：公司公告，华西证券研究所

营收稳健增长，微电机增量明显

营收稳健增长，微电机增量明显。1) 2024年前三季度，公司营收7.04亿元，同比增长6.30%；2) 分业务看，2024年上半年，微电机/清洗系统/高压清洗泵业务营收分别为2.04/1.17/1.00亿元，同比分别+36.91%/+2.63%/+6.38%。

图 1-5：公司营收走势（单位：亿元）、公司分业务营收走势（单位：亿元）

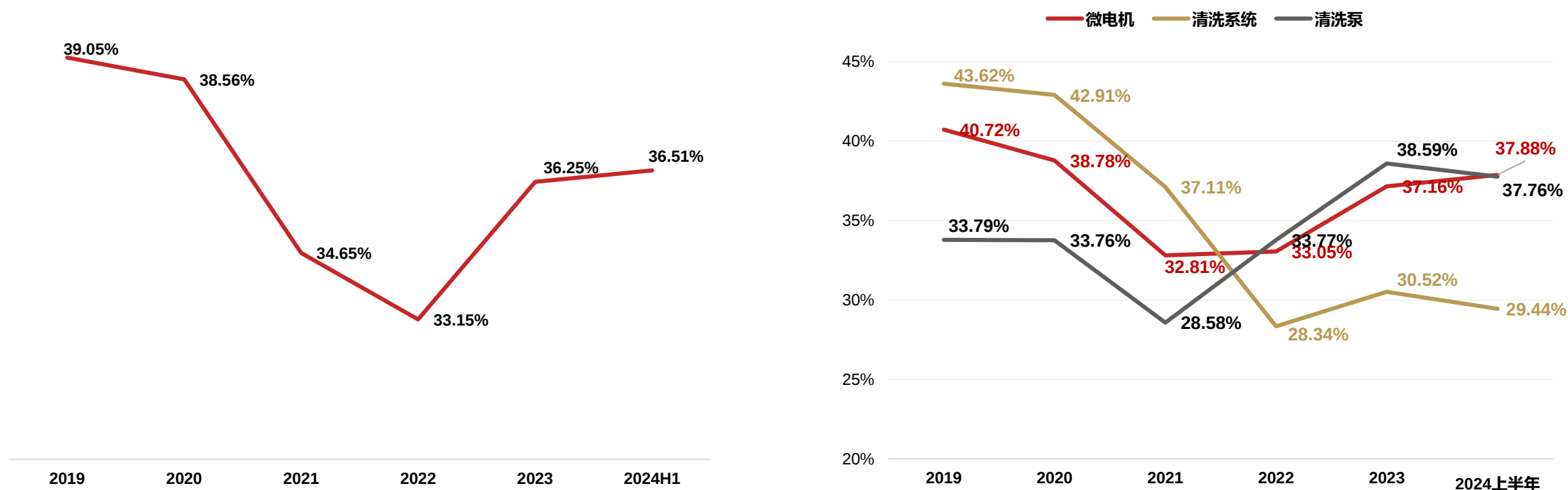


资料来源：公司公告，华西证券研究所

毛利率持续改善，微电机业务增幅明显

毛利率持续改善，微电机业务增幅明显。1) 公司毛利率持续改善，2022年、2023年毛利率分别为33.15%、36.25%；2024年上半年，公司毛利率为36.51%，同比+0.26pct；2) 分业务看，2024年上半年，微电机/清洗系统/清洗泵业务毛利率分别为37.88%/29.44%/37.76%，同比分别+2.15pct/-0.92pct/+0.51pct。

图 1-6：公司毛利率走势、公司分业务毛利率走势

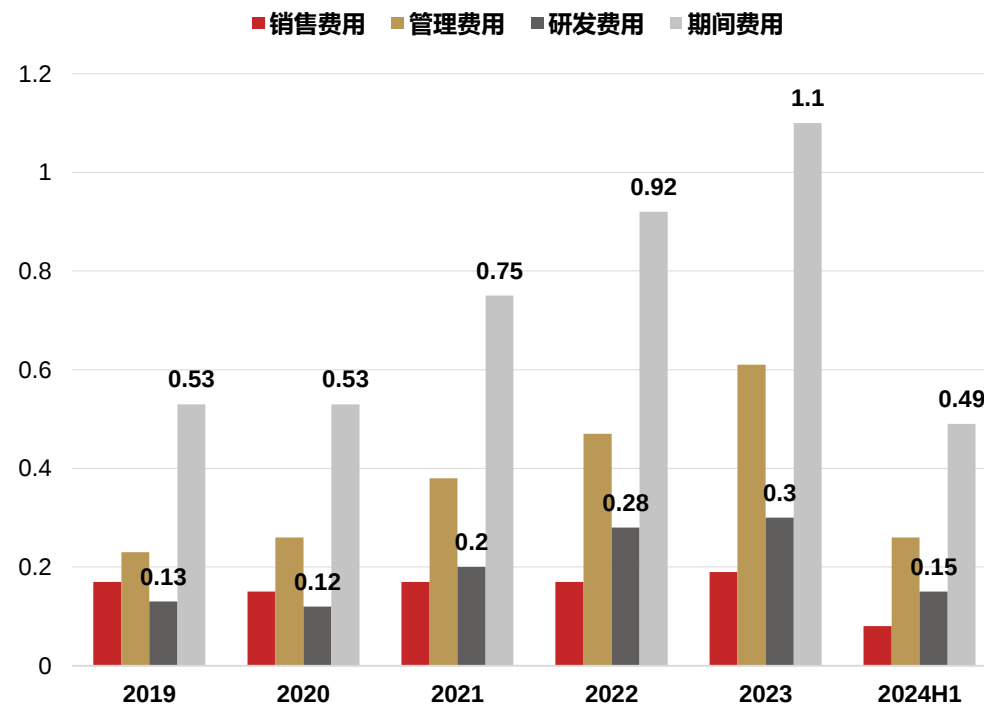
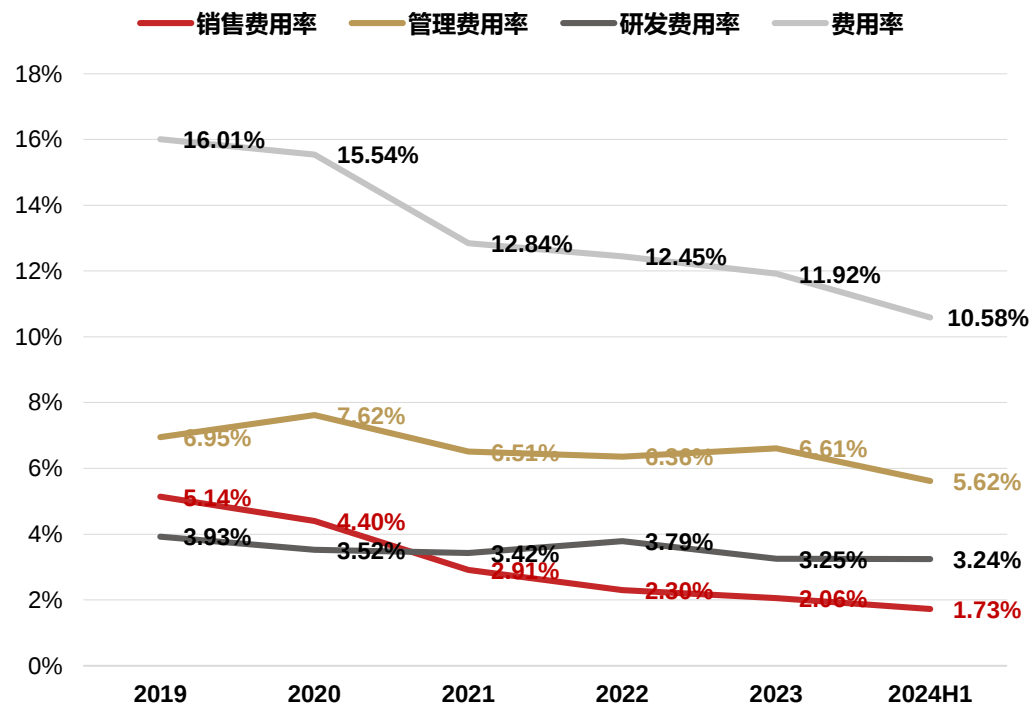


资料来源：公司公告，华西证券研究所

销售&管理费用率改善，运营效率不断提升

销售&管理费用率改善，运营效率不断提升。1) 公司持续优化期间费用率，2022年、2023年费用率分别为12.45%、11.92%；2024年上半年，公司费用率为10.58%，同比-0.22pct；2) 2024年上半年，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为1.73%/5.62%/3.24%，同比分别+0.22pct/-0.67pct/+0.22pct。

图 1-7：公司期间费用率走势、期间费用走势（单位：亿元）

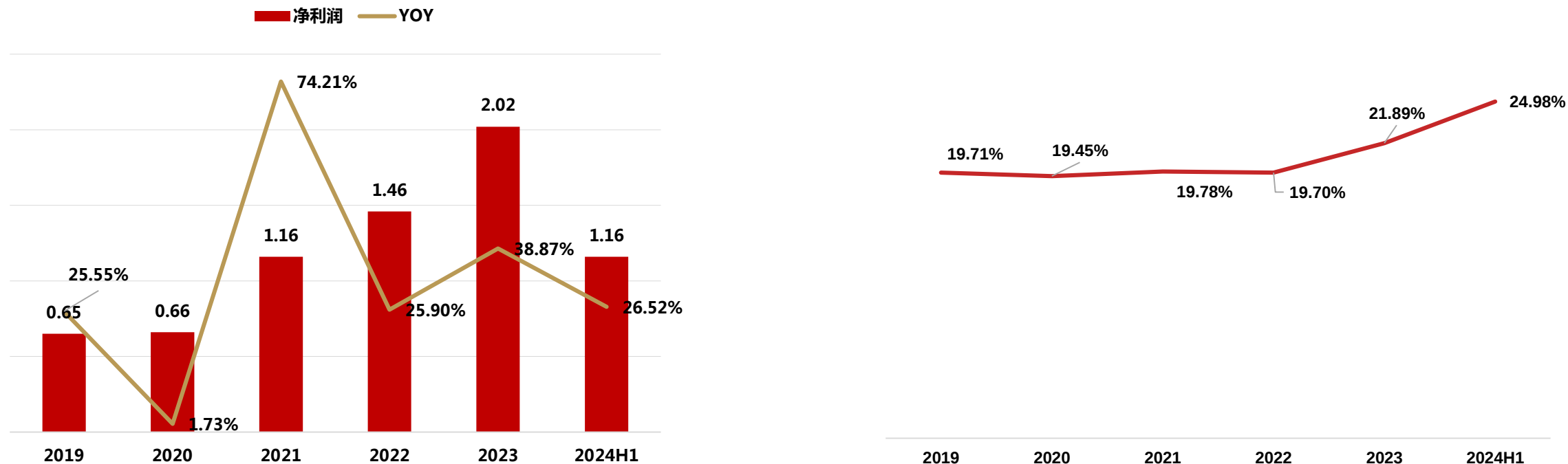


资料来源：公司公告，华西证券研究所

盈利能力强劲，净利率持续走强

盈利能力强劲，净利率持续走强。1) 公司盈利能力强劲，2023年净利润为2.02亿元，同比增长38.87%；2024年上半年净利润为1.16亿元，同比增长26.52%；2) 公司净利率持续走强，2022年、2023年、2024年上半年，分别为19.70%、21.89%、24.98%。

图 1-8：公司净利润走势（单位：亿元）、净利率走势

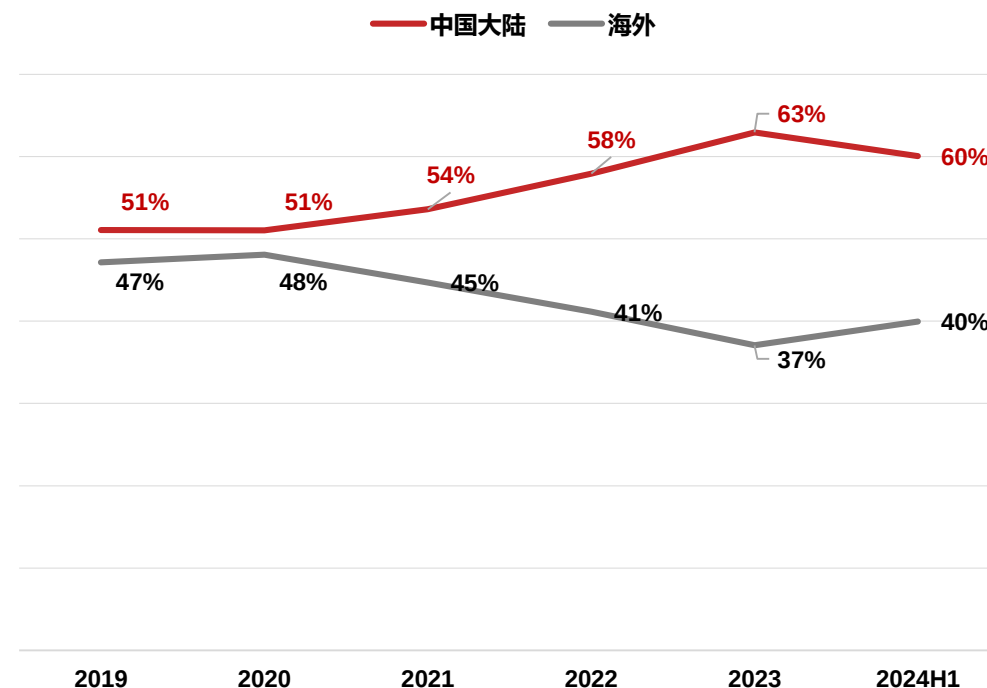
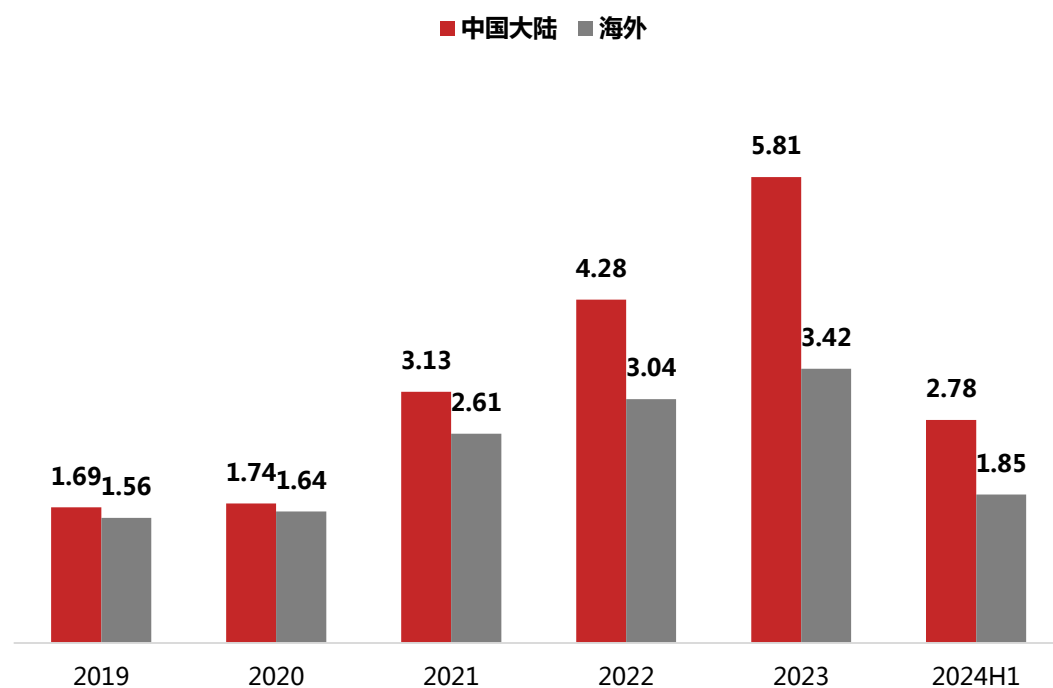


资料来源：公司公告，华西证券研究所

海外业务保持增长，占比趋于稳健

海外业务保持增长，占比趋于稳健。1) 公司海外业务保持增长，2023年海外业务营收为3.42亿元，同比增长12.5%；2024年上半年海外业务营收为1.85亿元，同比增长18.6%；2) 海外业务占比趋于稳健，2022年、2023年、2024年上半年，海外业务占比分别为41%、37%、40%。

图 1-9：公司在中国大陆/海外业务营收走势、公司在中国大陆/海外业务营收占比走势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

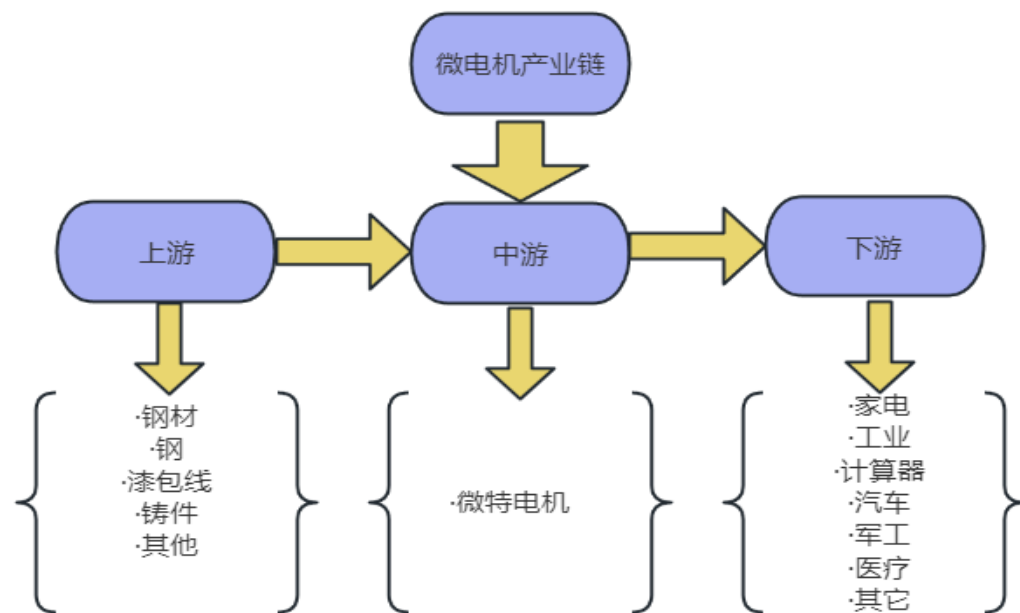
2、 微电机：车市消费升级，充分利好 微电机市场

微特电机的定义、上下游产业链

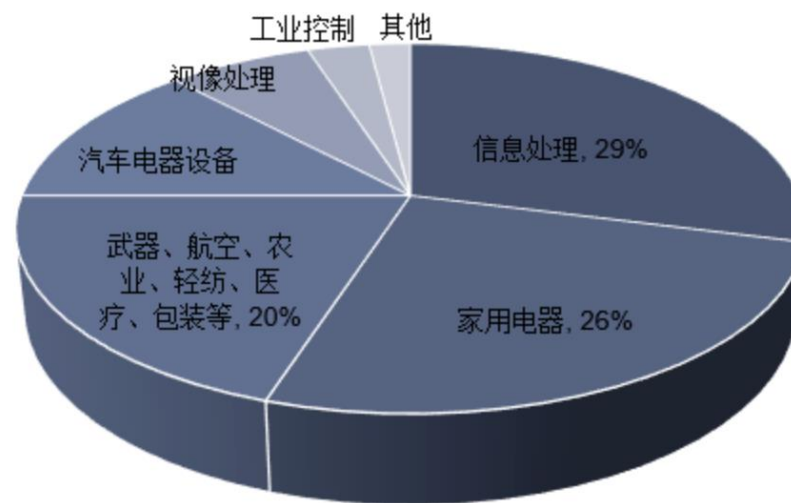
微特电机一般指功率在750瓦以下，机座外径不大于160mm或中心高不大于90mm的电机。微特电机常用于控制系统中，实现机电信号或能量的检测、解算、放大、执行或转换等功能；此外，微特电机也用于传动机械负载，并可作为设备的交直流电源。

微特电机产业链由上游原材料、中游生产制造供应商、下游应用领域三部分构成。上游原材料主要是钢材、铜和漆包线等；下游主要应用于汽车、家用电器、通信、计算机、机器人、航天工业、工业机械、军事等领域。

图 2-1：微特电机产业链、微特电机下游应用领域分布情况



微特电机下游应用领域分布情况（单位：%）



智能化、舒适配置上车，车用微电机搭载数量增加

智能化、舒适配置上车，车用微电机搭载数量增加。车用微电机主要分布于汽车的发动机、底盘、车身三大部位及附件中，是汽车动力系统的重要组成部分。随着对汽车的智能化、舒适化以及安全性和燃油经济性的要求越来越高，无论是传统能源汽车还是新能源汽车的电子控制装置和用电设备都相应不断增加。各种电动装置的使用，使得汽车配套电机的装备数量大幅度上升，尤其是高档轿车大量采用新机械、新设备，极大地促进了车用微电机的应用。

图 2-2：车用微电机的基本情况

汽车系统	电机类型	作用	汽车系统	电机类型	作用
发动机系统	起动电机（直流电机）	发动机起动	车身系统	清洗电机	为清洗系统压出清洗液提供压力
	发电机(交流发电机)	对蓄电池充电		座椅电机	座椅位置调整
	油泵电机(永磁直流电机)	电喷系统动力源		组合仪表中里程器用电机(永磁式步进电机)	汽车行驶里程
	总速控制电机(永磁步进电机)	电喷系统动力源		音响设备电机(永磁式无刷直流电机)	自动调节音量等
	离合器电机(永磁式直流电动机)	通过电机控制离合器的“离合”动作		空气净化器电机(永磁式无刷直流电机)	为空气净化器提供动力
	自动变速箱电机	自动控制变速箱		自动天线升降器(永磁式无刷直流电机)	天线升降
	散热器风机(永磁直流/无刷电机)	汽车水箱散热		安全带电机(永磁式无刷直流电机)	调节安全带的适度
新能源汽车系统	电动汽车主驱动电机(永磁同步伺服电机/交流异步变频电机/磁阻电机)	电动驱动		激光雷达红外防撞系统(永磁式无刷直流电机)	控制雷达动作
	热能源管理系统	对汽车部件进行升温/降温		电动擦窗器(永磁式无刷直流电机)	车窗电动擦洗
底盘系统	防抱死制动控制电机	点刹制动(ABS)		CCD 相机用步进电机	应用于相机调焦等操作
	驱动助力控制电机(永磁直流电机)	车轮制动泵驱动		自动门、电动门电机(永磁式直流电动机)	车门自动开闭操作
	EPB 电机	驻车制动驱动		电动面板翻折器(永磁式直流电动机)	电动控制面板翻折
	助力转向电机(无刷电机/磁阻式旋转变压器)	电动转向驱动		自动前灯电机(永磁式直流电动机)	不同场景控制前车灯动作
	定速巡航控制电机	节气门微调		电动后窗隐蔽器(永磁式直流电动机)	控制后车窗遮阳帘
	电控悬架直流伺服电机	悬架阻尼减震	附件系统	车窗映像显示装置用电机	控制显示装置动作
				吸尘器用电机(永磁式直流电动机)	应用于车用吸尘器

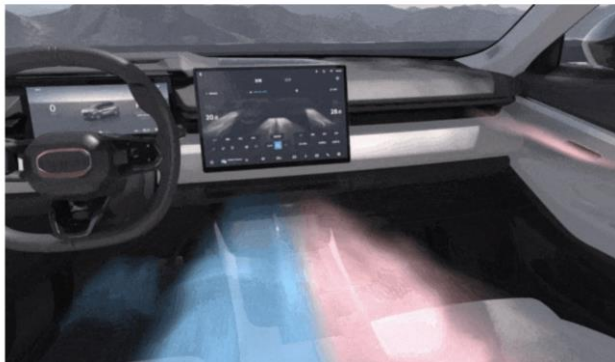
资料来源：公司公告，华西证券研究所

汽车智能化属性增强，应用场景不断拓展

微电机是汽车实现智能化的重要载体之一，随着人们对汽车智能化科技属性的重视程度增强，汽车微电机的应用场景和使用数量会不断增加。此外，车用微电机正在往轻量化、高效化、低噪音和智能化发展，产品不断迭代升级，未来将通过安装在车身各处的微电机的驱动，实现汽车更高的主动安全、智能化及舒适性目标，汽车配套微电机的数量还存在一定提升空间。

图 2-3：微电机应用领域

- 微电机用于控制空调风门的开度，调节风量和风向，提供更舒适的车内环境。



- 用于充电口盖的电动开闭、状态指示、安全保护智能识别等。提高了电动汽车的用户体验，使得充电过程更加便捷和安全，同时也提升了车辆的整体科技感和智能化水平。



充电小门 保时捷Mission E 来源于官网

- 用于驱动空气净化器的风扇，帮助过滤和循环车内的空气，提升空气质量。



创新磁吸式设计
极致易用的体验

理想L9 Ultra车型标配电动伸缩踏板，小孩和长辈上下车更方便。



- 用于旋转中控屏的角度调节、模式切换、自动对齐、集成控制等，微电机控制系统在旋转中控屏的应用不仅提高了车辆内饰的科技感和灵活性，还增强了驾驶员和乘客的互动体验。



高合Z 旋转屏幕

- 用于控制尾门的开关，可以通过遥控、脚踢感应或车内的按钮来操作，方便用户装载和卸载物品。

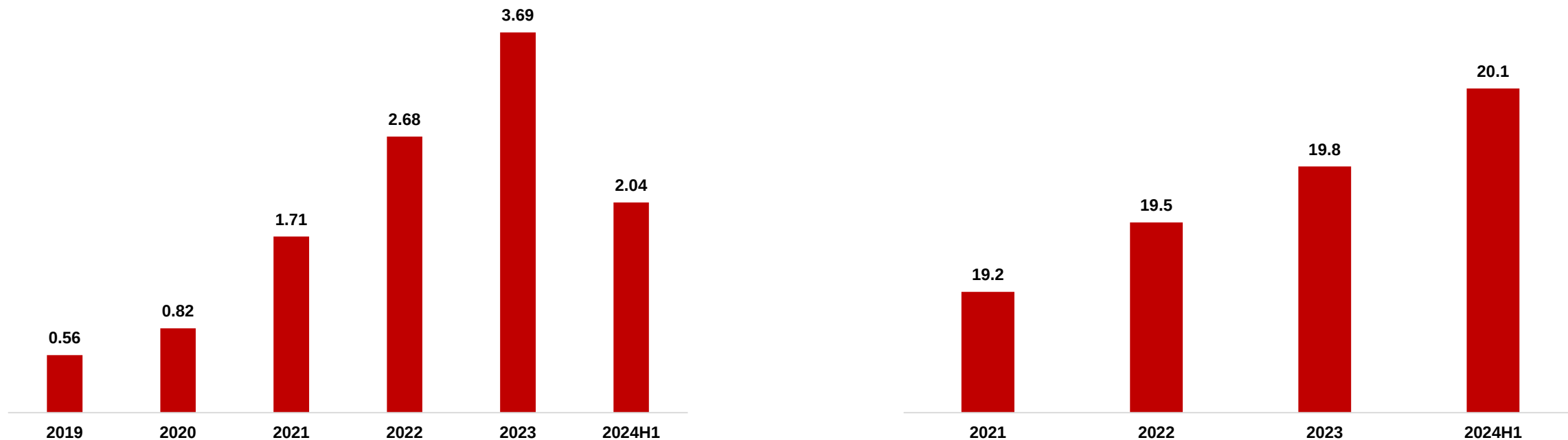


电机业务：向总成化方向拓展，单件均价持续提升

电机业务包括后备箱及侧门电机、风扇电机、ABS 电机、滚筒电机等产品；电动模块业务包括隐形门把手驱动机构、充电小门执行器等产品。电动模块业务旨在提升各电机的整体附加值（提升单车价值量），在各细分应用场景中由单一电机配套向总成化/系统化产品配套发展，形成更具深度的壁垒优势。

公司已在隐形门把手和充电小门领域实现“电机+执行器”的产品拓展，未来有望向集成度更高的系统产品发展。2023年，公司诸多电机品种业务增长迅速，实现收入3.69亿元，同比增长37.61%。电机单件均价持续提升，2024年上半年为20.1元。

图 2-4：电机业务营收走势（单位：亿元）、单件电机均价（元）



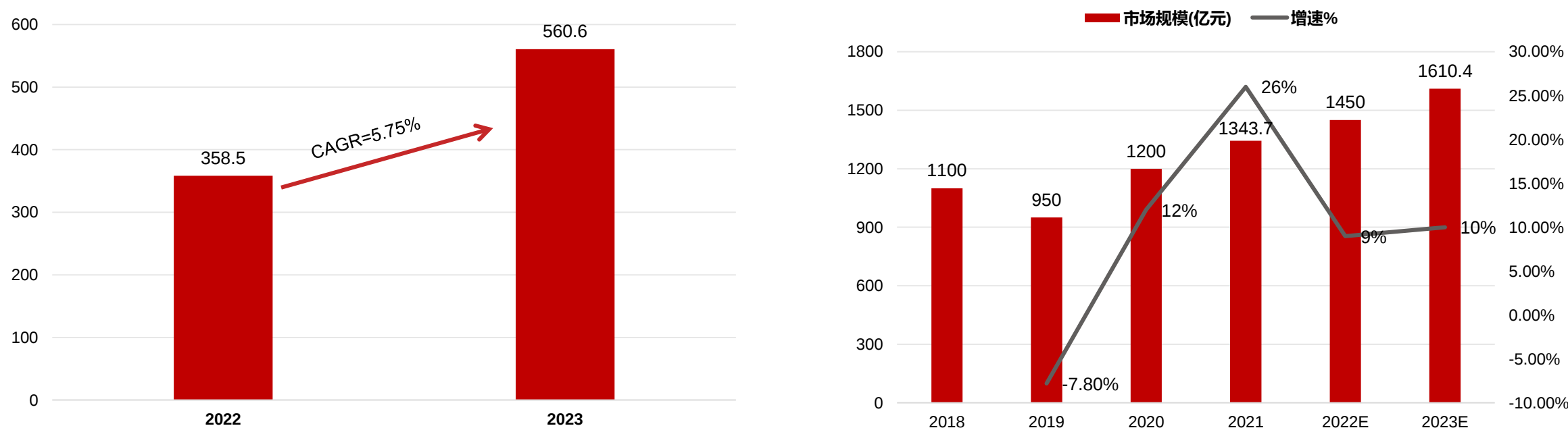
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2030年，全球微特电机市场规模预计超560亿美元

据Market.U.S数据，2022年全球微特电机行业市场规模达到358.5亿美元。随着全球制造业工业自动化程度的不断加深，全球微特电机行业将继续呈现稳步发展态势，Allied Market Research数据显示，预计到2030年全球微特电机市场规模将达560.60亿美元，年均复合增长率为5.75%。

国内市场规模方面，我国微特电机市场规模从2018年的1100亿元增长至2023年的1610.4亿元，期间复合增长率为7.92%。

图 2-5：2022-2030年全球微特电机行业市场规模及增速（单位：亿美元）、2018-2023年中国微特电机行业市场规模及增速（单位：亿元）



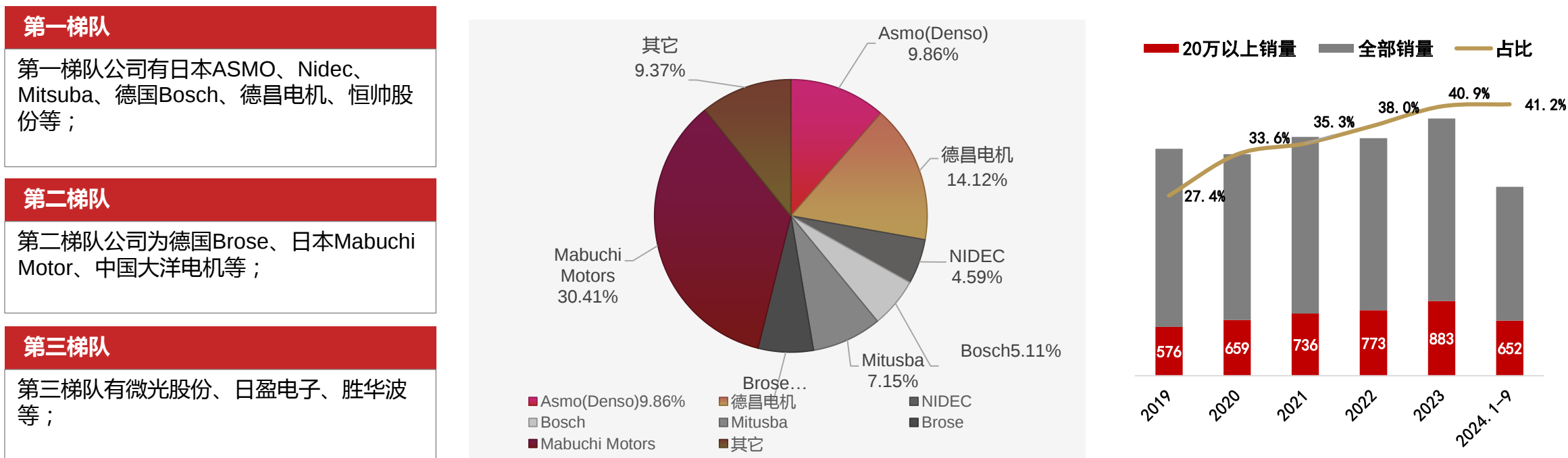
资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

车市消费升级逻辑明显，微特电机市场深度受益

车市消费升级逻辑明显，微特电机市场深度受益。汽车微特电机使用数量多少与汽车档次成正比，普通轿车至少配备20-30个，而高端豪华型轿车则需要配备60-70台甚至上百个。按照单个价格20元测算，对应普通轿车、高端豪华轿车的单车均价为400-600元、1200-1400元。

国产供应商占比小，替代空间大。外资供应商占据微特电机市场绝大部分份额，前三分别占据30.41%、14.12%、9.86%；随着国产供应商加速崛起，未来替代空间大。

图 2-6：汽车微电机格局、2019-2024年前9个月，20万以上销量及占比（单位：万辆）

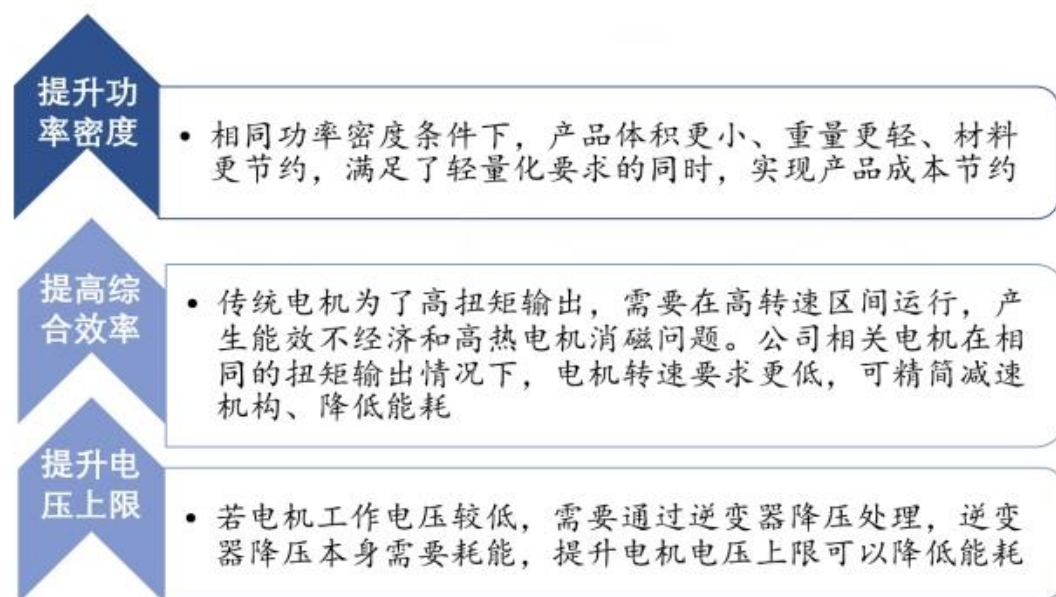


布局新一代谐波电机技术，拓展机器人等新领域

新一代电机技术优势明显。传统电机技术利用基波磁场，存在集肤效应、轴电流腐蚀、轴温升高等缺陷，会影响电机的控制精度、NVH等，同时成本偏高。公司针对性开发了谐波磁场驱动电机和低齿槽转矩脉动永磁电机技术，可大幅提高电机的功率密度、提升电机在高低速区间的综合效率，同时成本有优势。

谐波磁场电机技术可应用于汽车及智能物流领域。目前该技术产品已与德国伦茨（Lenze）合作开发了应用于物流系统的滚筒电机产品，未来随着物流领域电机的量产，将进一步加速对器在汽车行业相关领域应用的应用检验与测试。后续公司也会持续尝试将该电机技术应用于工业自动化、人形机器人等。

图 2-7：谐波磁场电机技术优势、谐波减速器



3、

流体技术：汽车智能化正当时，清洗系统迎来增长点

驾驶视觉清洗系统业务单元主要包括汽车清洗泵、清洗系统产品、智能汽车高级驾驶辅助系统（ADAS）传感器的主动感知清洗系统等产品。

公司清洗系统主要客户包括广汽本田、东风本田、广汽集团、吉利汽车、东风汽车、上汽通用等。公司是较早进入大型合资整车制造企业配套体系的内资清洗系统产品制造企业，也是较早开发汽车清洗系统产品的国内企业之一。

图 3-1：清洗系统、清洗泵产品

清洗系统

应用各汽车前后风窗玻璃、光学传感器清洗、前照灯清洗。
各类辅助驾驶、自动驾驶汽车 感知需求主动清洗系统。



清洗泵

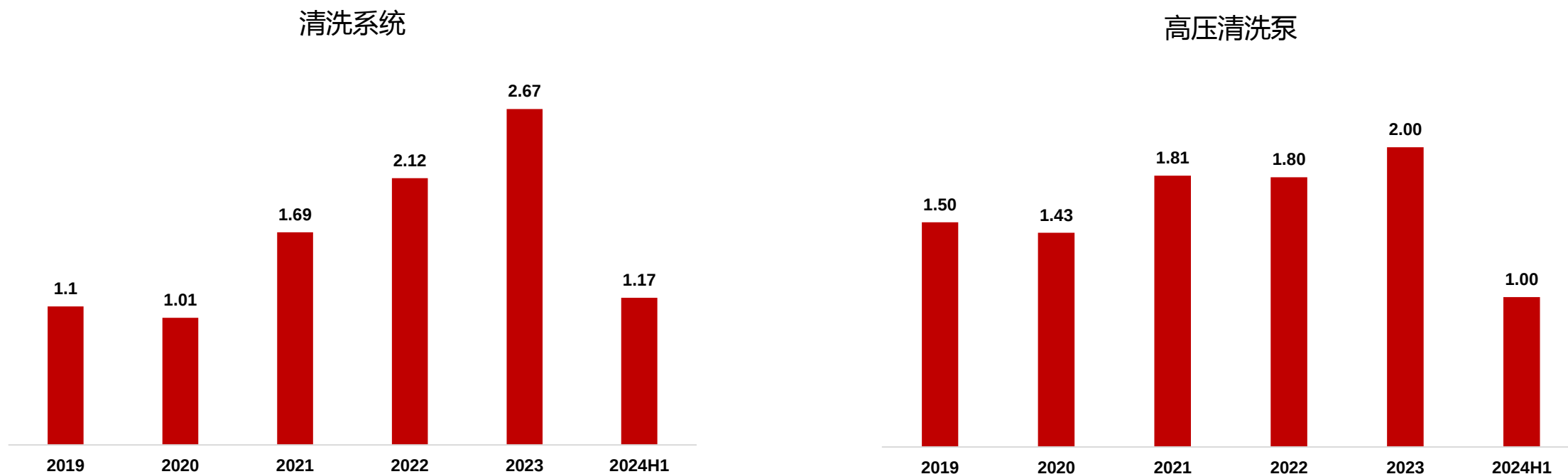
风窗清洗单向、双向洗涤泵；前照灯、摄像头、清洗泵
应用各汽车前后风窗玻璃、光学传感器清洗、前照灯清洗
各类辅助驾驶、自动驾驶汽车 感知需求主动清洗系统。



清洗系统业务稳健增长，加速落地新场景

清洗系统业务高速增长，加速落地新场景。1) 2023年，清洗泵和清洗系统业务合计营收4.67亿元，同比增长19.27%；分业务看，清洗系统业务营收2.67亿元、同比增长25.94%；清洗泵业务营收2.0亿元、同比增长11.11%；2) 2024年上半年，清洗泵和清洗系统业务合计营收2.17亿元，同比增长4.33%；分业务看，清洗系统业务营收1.17亿元、同比增长2.63%；清洗泵业务营收1.0亿元、同比增长6.38%。

图 3-2：清洗系统、清洗泵营收走势（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

领先布局ADAS主动感知清洗，产品获小批量定点

领先布局ADAS主动感知清洗领域，产品获小批量定点。主动感知清洗系统属于公司针对清洗系统领域产品的前瞻性布局，相较传统清洗系统产品，该产品的智能化程度和复杂程度均有大幅提升，在高级别自动驾驶领域有较好市场前景。公司相关产品已与众多客户车型进行产品路试和系统适配，随着L3级别自动驾驶加速落地，公司相关产品会逐步产业化落地。根据公司公告，2023年，公司的主动感知清洗泵产品已取得部分客户的小批量定点。

图 3-3：主动感知清洗系统产品示例



资料来源：汽车与材料工程，华西证券研究所

高阶ADAS传感器数量增加，技术壁垒提升

高阶ADAS传感器数量增加，技术壁垒逐步提升。高级别自动驾驶场景下，主要的清洁需求将集中于车身的感知传感器上，并且需要实现清洗系统自动发现摄像头等设备脏污，主动实现清洗。高级别ADAS的传感器数量更多，需要清洗的点位远多于传统清洗系统，因而相关产品结构更为复杂精密，产品技术壁垒逐步提升，并且多点位清洗也会带来清洗需求的增加。

图 3-4：智能电动车搭载车载传感器情况

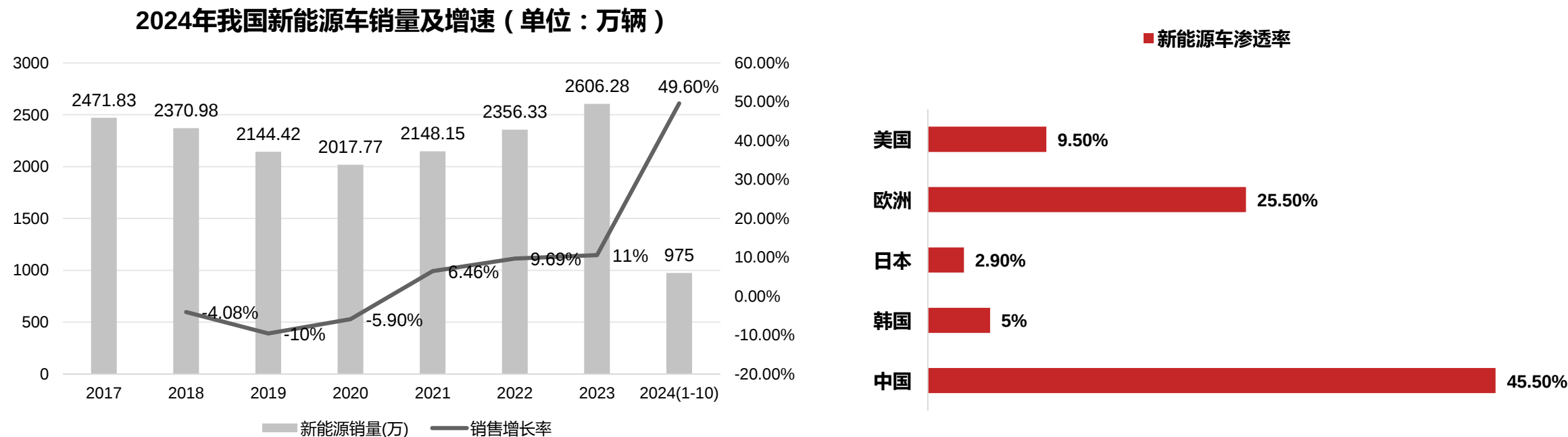
车企	车型	智能驾驶传感器配置（颗）			
		摄像头	激光雷达	毫米波雷达	超声波雷达
蔚来	ES6	13	1	5	12
	ET7	11	1	5	12
小鹏	P7	12		5	12
	P5	13	2	5	12
	G9	11	2	5	12
理想	理想L8	11		1	12
	理想L9	11	1	1	12
比亚迪	汉	5		3	8
吉利	极氪001	15		1	12
北汽	极狐阿尔法S HI版	13	3	6	12

资料来源：汽车之家、懂车帝等公开资料整理，华西证券研究所

布局新能源热管理领域，拓展业务增长点

新能源渗透率不断提升，新能源热管理市场潜力巨大。据乘联会数据显示，2023年国内新能源乘用车的渗透率为35.7%，2024年1-9月提升至45.5%。未来新能源汽车的销量及渗透率有望进一步提升，与其他国家相比，我国新能源汽车普及率更高，全球其他地区新能源渗透率仍有提升的潜力。同时新能源热管理零部件数量及价值量相比传统车均有较大幅度提升，未来新能源热管理领域市场潜力巨大。

图 3-5：新能源车销量及增速（单位：万辆）、新能源车渗透率



资料来源：中国汽车业协会，中国汽车流通协会，华西证券研究所

开发冷却歧管，热管理从0到1突破

开发冷却歧管，热管理实现从0到1突破。公司将热管理领域视为未来业绩增长点之一，充分利用在流体技术领域积累的经验，依托风窗清洗系统，向热管理系统领域外延。在热管理系统领域，公司已开发冷却歧管产品且量产配套，实现从0到1的突破，未来将继续开展热管理系统领域中电子循环泵、阀等方面的技术及产品研发。

图 3-6：冷却歧管



图 3-7：公司热管理研发专利

技术名称	技术来源	应用领域
电子循环泵	自主研发	应用于新能源热管理系统
冷却歧管技术	自主研发	应用于新能源热管理系统

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 投资建议与风险提示

首次覆盖，给予“增持”评级

恒帅股份是国内车用微电机领域引领者，智能化&消费升级趋势明显，驱动公司业务量价双增；预计公司2024-2026年营收为10.79、13.29、15.68亿元，归母净利润为2.34、2.96、3.46亿元，EPS为2.92、3.70、4.32元。公司2024年12月9日收盘价93.75元，对应2024-2026年PE为32.08、25.31、21.68倍；首次覆盖，给予“增持”评级

图 4-1：盈利预测

	现价（元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
德昌股份	21.84	3.22	4.05	5.15	6.37	26.41	20.06	15.8	12.76
三花智控	25.48	29.21	32.96	38.88	45.41	37.57	28.85	24.46	20.94
拓普集团	53.58	21.51	29.54	37.88	46.86	37.66	30.58	23.85	19.28
平均值		17.98	22.18	27.30	32.88	33.88	26.50	21.37	17.66
恒帅股份	93.75	2.02	2.34	2.96	3.46	35.15	32.08	25.31	21.68

资料来源：Wind，华西证券研究所

行业竞争加剧超预期，价格战带来价格下降，出货量不及预期等。

盈利预测

财务报表和主要财务比率

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	923	1,079	1,329	1,568	货币资金	312	732	974	1,456	成长能力（%）				
YoY（%）	25.0%	16.9%	23.1%	18.0%	预付款项	6	7	9	10	营业收入增长率	25.0%	16.9%	23.1%	18.0%
营业成本	589	685	842	997	存货	113	107	172	169	净利润增长率	38.9%	15.7%	26.7%	16.7%
营业税金及附加	8	9	9	11	其他流动资产	517	311	357	185	盈利能力（%）				
销售费用	19	19	23	24	流动资产合计	947	1,157	1,511	1,821	毛利率	36.2%	36.5%	36.6%	36.4%
管理费用	61	66	77	87	长期股权投资	0	0	0	0	净利润率	21.9%	21.7%	22.3%	22.1%
财务费用	-7	0	0	0	固定资产	301	344	386	436	总资产收益率ROA	14.2%	14.0%	14.2%	14.1%
研发费用	30	32	39	47	无形资产	85	94	105	120	净资产收益率ROE	18.4%	17.6%	18.2%	17.5%
资产减值损失	0	0	0	0	非流动资产合计	472	513	575	626	偿债能力（%）				
投资收益	8	15	13	13	资产合计	1,418	1,670	2,086	2,447	流动比率	3.27	3.77	3.54	4.12
营业利润	235	266	339	398	短期借款	0	0	0	0	速动比率	2.82	3.35	3.07	3.65
营业外收支	0	3	2	2	应付账款及票据	245	253	359	365	现金比率	1.08	2.39	2.28	3.30
利润总额	235	269	341	399	其他流动负债	44	54	67	76	资产负债率	22.6%	20.2%	22.0%	19.3%
所得税	33	35	45	53	流动负债合计	289	307	426	442	经营效率（%）				
净利润	202	234	296	346	长期借款	0	0	0	0	总资产周转率	0.71	0.70	0.71	0.69
归属于母公司净利润	202	234	296	346	其他长期负债	32	32	32	32	每股指标（元）				
YoY（%）	38.9%	15.7%	26.7%	16.7%	非流动负债合计	32	32	32	32	每股收益	2.53	2.92	3.70	4.32
每股收益	2.53	2.92	3.70	4.32	负债合计	321	338	458	473	每股净资产	13.72	16.64	20.35	24.67
现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	股本	80	80	80	80	每股经营现金流	3.20	4.59	2.74	5.75
净利润	202	234	296	346	少数股东权益	0	0	0	0	每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
折旧和摊销	32	44	52	62	股东权益合计	1,098	1,332	1,628	1,974	估值分析				
营运资金变动	26	77	-144	37	负债和股东权益合计	1,418	1,670	2,086	2,447	PE	37.06	32.08	25.31	21.68
经营活动现金流	256	367	219	460						PB	6.55	5.63	4.61	3.80
资本开支	-150	-91	-110	-111										
投资	132	131	121	121										
投资活动现金流	-10	54	22	23										
股权募资	0	0	0	0										
债务募资	-10	0	0	0										
筹资活动现金流	-30	0	0	0										
现金净流量	218	421	241	483										

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

