

证券研究报告|公司首次覆盖

2024年12月20日

汽车

公司评级**买入** (首次评级)

当前价格：38.43元 (12月19日收盘)



# 智能化业务持续放量，全球化布局蓄力深蹲

## ——保隆科技(603197.SH)覆盖报告

证券分析师：

卢宇峰 执业编号：S0210524050001

研究助理：

徐丽华

- **汽车零部件行业积累深厚，兼收并蓄成就细分行业龙头企业。** 公司成立于1997年，2017年上市，致力于汽车智能化和轻量化产品的研发、制造和销售。传统业务包括气门嘴、平衡块、TPMS以及汽车金属管件等；新业务包括智能主动式空气悬架、传感器、ADAS、液压成型结构件等。2023年公司实现营收58.97亿元，同比+23.44%，实现归母净利润3.79亿元，同比76.92%。
- **传统业务行业领先增长稳定，基本盘稳定。** ①**TPMS**：与霍富集团强强联合，在中国、德国、美国三地投入运营，2022年市占率为22.5%，居国内第二。②**汽车金属管件**：主要为排气系统管件和EGR管件，多次、连续获整车制造商及Tier1质量奖项。③**气门嘴**：包括橡胶/金属/TPMS气门嘴三类，公司是气门嘴国家标准主要起草单位，自研EPDM橡胶配方，耐臭氧性能卓越，是全球最大的轮胎气门嘴企业之一。④**平衡块**：100余种品类可满足不同规格的轮辋要求，产品出口日本，是马自达全球独家供应商，市占率全球前三。
- **新业务多元发展实现超越周期的成长。** ①**传感器**：掌握多项核心技术，布局六大系列40余个品类产品，并购整合龙感科技加速业务拓展。2023年公司传感器销量达2,225.83万支，同比+26.55%，营收占比由2022年的8.97%增加到2023年的9.18%。②**智能主动式空气悬架**：国产替代加速+配套车型价格下探，公司技术实力雄厚、先发优势显著，有望率先受益行业β。公司空气悬架销售量显著增长，2023年实际销售空气悬架148.65万支，同比增长125.67%，营收占比由2022年的5.63%增加到2023年的12.12%。③**ADAS**：已经获得多个项目定点，角雷达成功实现出海，空间广阔。④**液压成型结构件**：液压成型工艺降本提效，与德国沙士基达公司强强联合，充分受益轻量化发展趋势。

➤ **盈利预测与投资建议**：预计公司2024/25/26年营收为69.73/88.71/117.00亿元，归母净利润分别为3.63/5.44/7.76亿元，截至12月19日收盘，P/E分别为22.45/14.97/10.51倍。考虑到公司为细分领域龙头，且新产品不断放量，参考可比公司估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示**：汽车销量不及预期、整车厂价格竞争持续加剧、智能化渗透率不及预期、市场竞争加剧、原材料价格上涨、客户开拓及新业务放量不及预期。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,778	5,897	6,973	8,871	11,700
增长率	23%	23%	18%	27%	32%
净利润（百万元）	214	379	363	544	776
增长率	-20%	77%	-4%	50%	43%
EPS（元/股）	1.01	1.79	1.71	2.57	3.66
市盈率（P/E）	46.1	31.56	22.45	14.97	10.51
市净率（P/B）	3.3	2.8	2.61	2.26	1.89

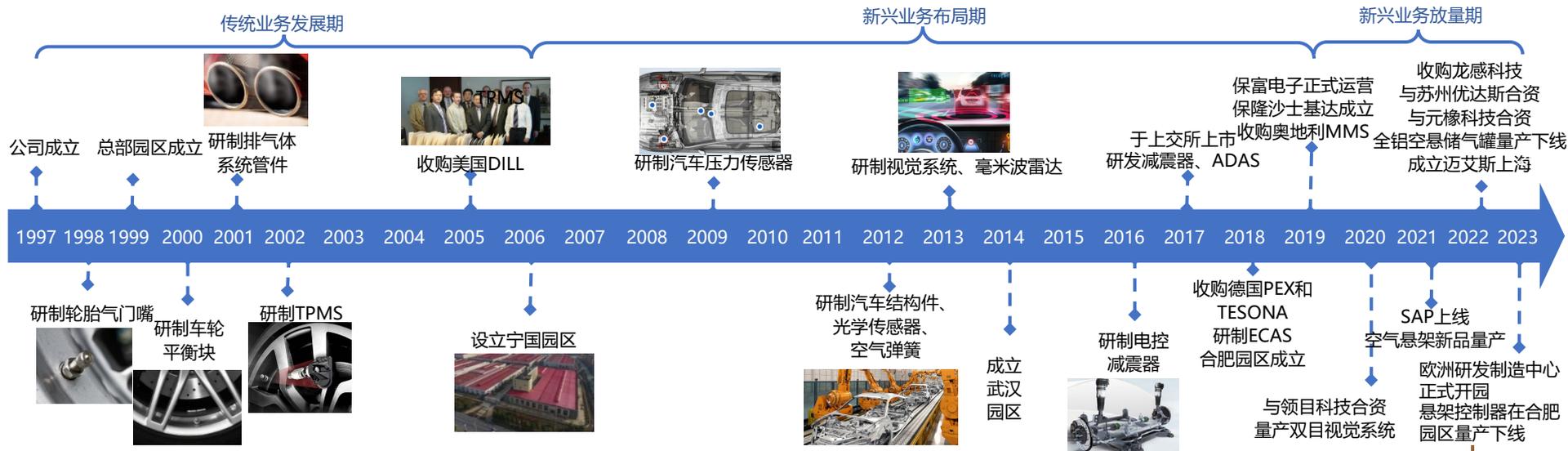
数据来源：公司公告、华福证券研究所

注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

- 1、公司概况：二十年发展成就综合实力领先的汽车零部件企业
- 2、行业分析：智能化趋势下，空悬/传感器/ADAS迎发展机遇
- 3、业务展望：传统业务稳定发展，新兴业务超越周期
- 4、盈利预测与投资建议
- 5、风险提示

# 1.1 发展历程：兼收并蓄成就细分行业龙头企业

- 保隆科技立足汽车制造业，向汽车智能化与轻量化方向发展。**公司产品包括气门嘴、平衡块、智能空气悬架等橡胶金属部件；排气系统管件、汽车结构件和EGR管件等汽车金属管件；汽车胎压监测系统、汽车传感器、基于摄像头和毫米波雷达等技术的汽车驾驶辅助系统等汽车电子产品，在上海松江、上海浦东、安徽宁国、安徽合肥、湖北武汉和美国、德国、波兰、匈牙利、奥地利等地有生产基地以及研发和销售分支机构，全球员工超6600人。
- 从气门嘴到多元智能部件总成，迈向高端智能零部件公司。**公司发展历程可分为三个阶段：1) 第一阶段：1997年-2006年，传统业务发展期，公司以气门嘴起家，先后布局平衡块、排气系统管件和TPMS传统业务；（2）第二阶段：2006年-2019年，新兴业务布局期，公司开始智能化、轻量化部件的研发，发展传感器、汽车结构件、空气悬架及ADAS相关新兴业务；（3）第三阶段：2019年-至今，新兴业务放量期，空气悬架业务以及ADAS相关的双目视觉系统和毫米波雷达逐步进入量产。



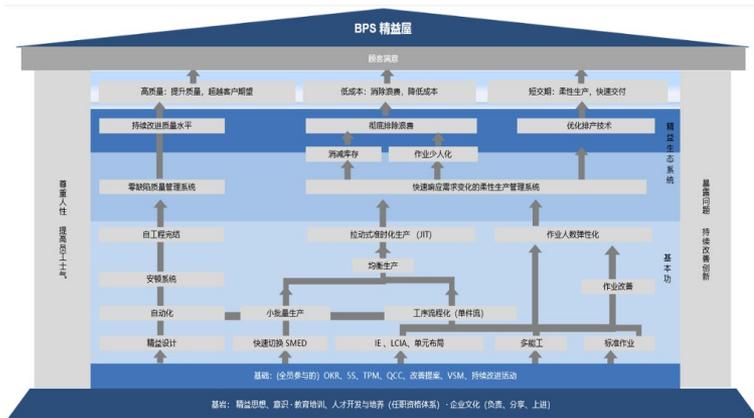
图表：公司主要产品与业务发展历程

资料来源：保隆科技官网，华福证券研究所

## 1.2 竞争力分析：精益化管理，打造全球化布局

- 信息化与数字化能力：**公司部署了全面预算系统、PLM系统、SAPERP系统和周边相关系统（SCM、SRM、CRM、E-HR、MES等），实现从预算到核算的全供应链业务支持和以及研发链的研发支持。IT团队和公司业务部门紧密合作，打造了数十条数字化生产线。
- 研发技术：**公司主要产品技术水平处于行业领先水平，截至2023年末，公司及子公司在全球共拥有有效授权专利662项。
- 客户资源：**全球50多个国家和地区的2000多个客户，包括（1）全球和国内主要的整车企业如丰田、大众、奥迪、保时捷等；（2）电动车龙头企业如比亚迪、蔚来等；（3）全球大型的一级供应商如佛吉亚、天纳克、博格华纳等；（4）北美和欧洲的知名独立售后市场流通商如DiscountTire、TireKingdom、ASCOT和伍尔特等。
- 精益管理：**建立了BMS保隆流程管理体系，BPS保隆精益生产体系，以制度和流程规范企业运作；实施ERP、EPROS、预算系统、OA、PLM、CRM、SCM、SRM等信息系统，形成了高效、精细化的企业运营与管理模式。
- 国际化运营能力：**在中国、北美和欧洲拥有多个生产园区、研发和销售中心，产品销往多个国家和地区。

图表：公司精益化管理优势显著



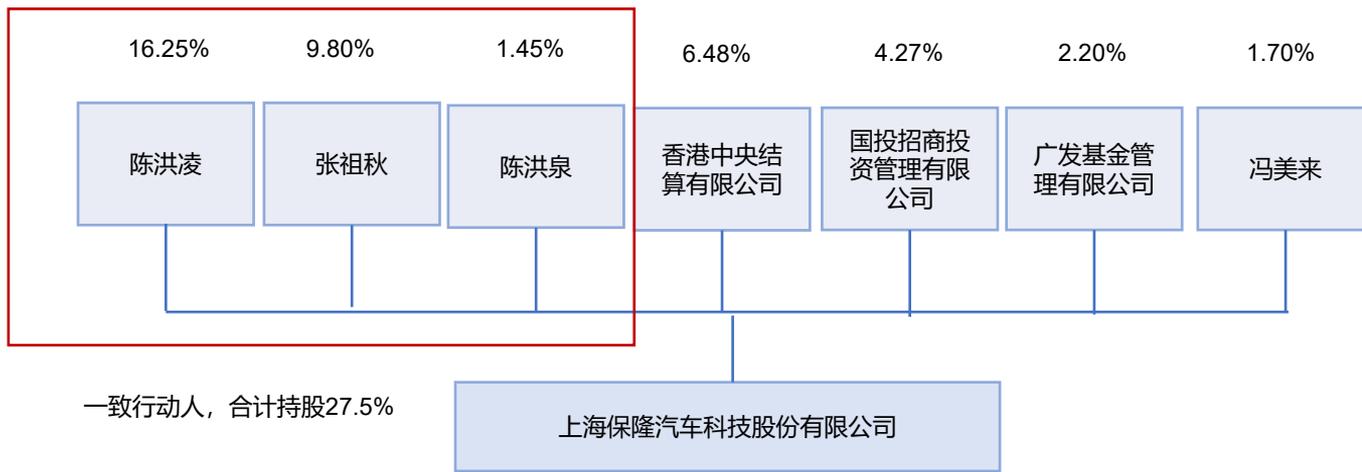
图表：全球布局生产基地，为客户提供优质产品和贴心服务



## 1.3 股权结构：股权结构稳定，实控人合计持股27.5%

- 公司股权结构清晰稳定，陈洪凌、张祖秋和陈洪泉为公司实际控制人且为一致行动人，三人合计持有27.50%股份。张祖秋，武汉理工大学学士、新加坡国立大学EMBA，1997年至今就职于上海保隆汽车科技股份有限公司,现任公司董事长、总经理。陈洪凌，武汉理工大学学士、新加坡国立大学EMBA。1997年创立上海保隆汽车科技股份有限公司前身上海保隆实业有限公司，2016年12月30日至2023年1月1日担任公司董事长，现任公司董事。两人二十年来带领公司通过内生外延方式从单一产品走向产业链总成。

图表：公司股权结构图（截至2024年6月30日）



## 1.4 子公司：子公司各司其职，DILL贡献较大利润

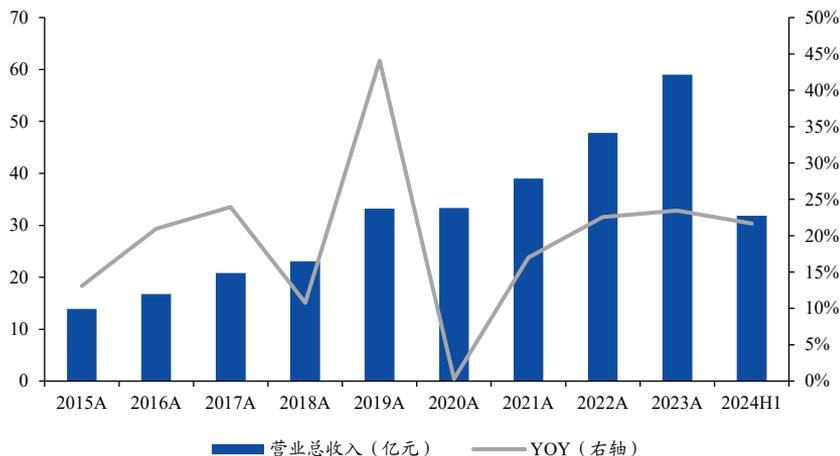
图表：主要控股参股公司财务状况

子公司名称	子公司类型	主营业务	2023年营业收入 (万元)	2023年净利润 (万元)
宁国保隆	全资子公司	汽车金属管件	101,149.52	8,265.00
拓扑思	全资子公司	气门嘴等汽车零部件	61,547.04	2,481.95
保隆工贸	全资子公司	汽配	343,153.34	837.86
合肥保隆	全资子公司	汽车智能驾驶零部件，汽车空气悬架系统及零部件	73,566.94	-1,743.76
DILL	控股子公司	气门嘴、TPMS等汽车零部件	83,199.34	29,650.47
香港威乐	全资子公司	汽配	126,913.86	1,544.38
保富中国	控股子公司	TPMS	110,905.63	6,739.16
保富电子海外	控股子公司	TPMS	49,663.98	498.96

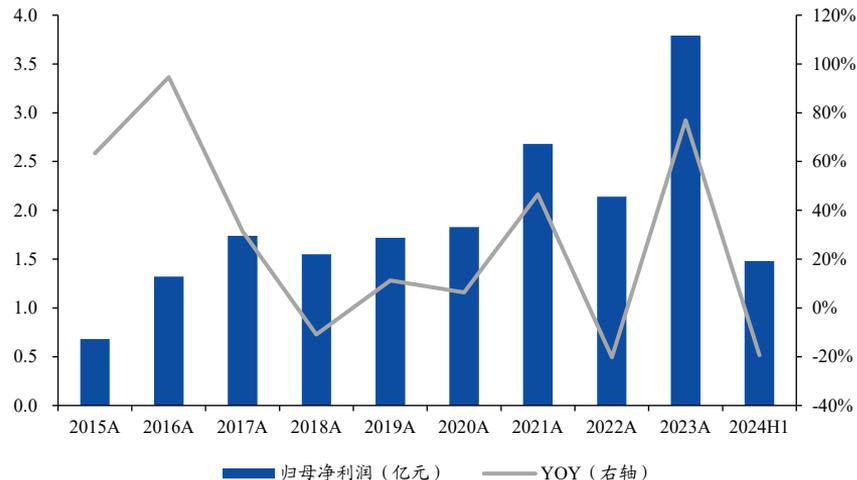
## 1.5 财务状况：长期经营业绩稳健向上，费用率管控良好

- 长期业绩稳健向上，跨越周期展现成长性。2023年公司实现营收58.97亿元，同比+23.44%，2024H1实现营业收入31.84亿元，同比+21.68%。2023年实现归母净利润达3.79亿元，同比+76.92%，2024H1实现归母净利润1.48亿元，同比有所下滑。24年上半年归母净利有所下滑，主要系股权激励费用和人力支出增加所致。

图表：2023年公司实现营业总收入58.97亿元，同比+23.44%



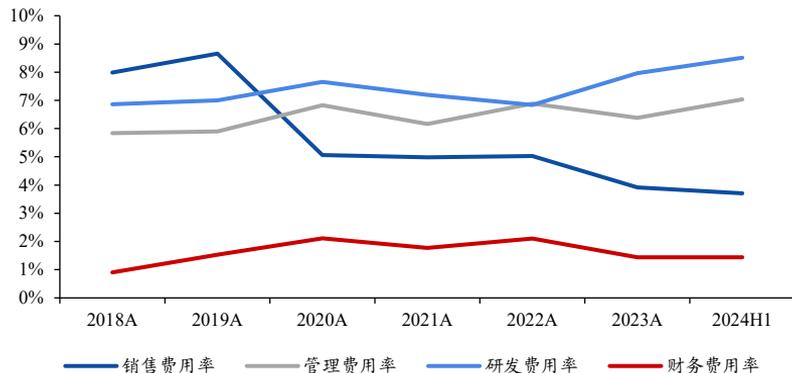
图表：2024H1公司实现归母净利润1.48亿元



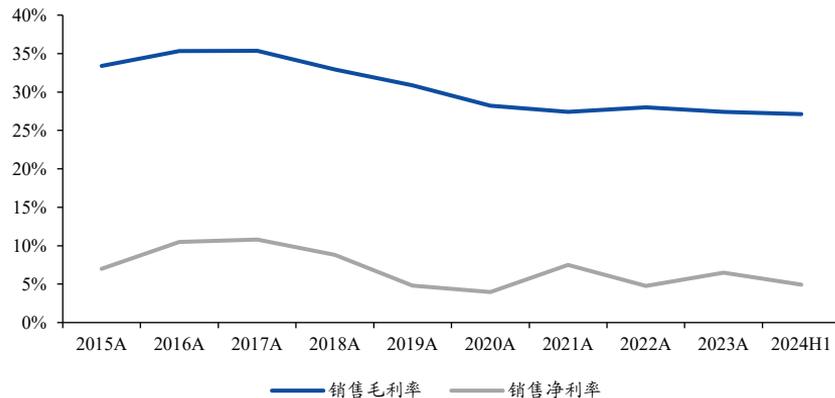
## 1.5 财务数据：长期经营业绩稳健向上，费用率管控良好

- **近两年费用率平稳。**2023年公司期间费用率（含研发）合计19.69%，同比-1.163pct，费用管控能力较优。24年上半年由于股权激励费用影响，公司管理费用率有所提升，同时由于公司不断投入新产品研发，研发费用率相较23年也略有提升。
- **近两年销售毛利率基本保持稳定，净利率有所波动。**整体而言，2020年以来公司毛利率保持相对稳定，净利率有所波动。2022年由于大宗原材料价格与上年同期相比明显上涨、欧元和美元汇率波动导致汇兑损失3,773.41万元、股权激励产生股份支付费用2,636.86万元等因素，公司净利率下滑明显，为4.76%，同比-2.72pct，23年净利率有所提升，达6.47%。2024年上半年由于员工股权激励费用同比增加以及研发投入增加，公司净利率略有下滑，为4.94%。

图表：公司费用管控能力较优



图表：近几年毛利率保持稳定，净利率有所波动



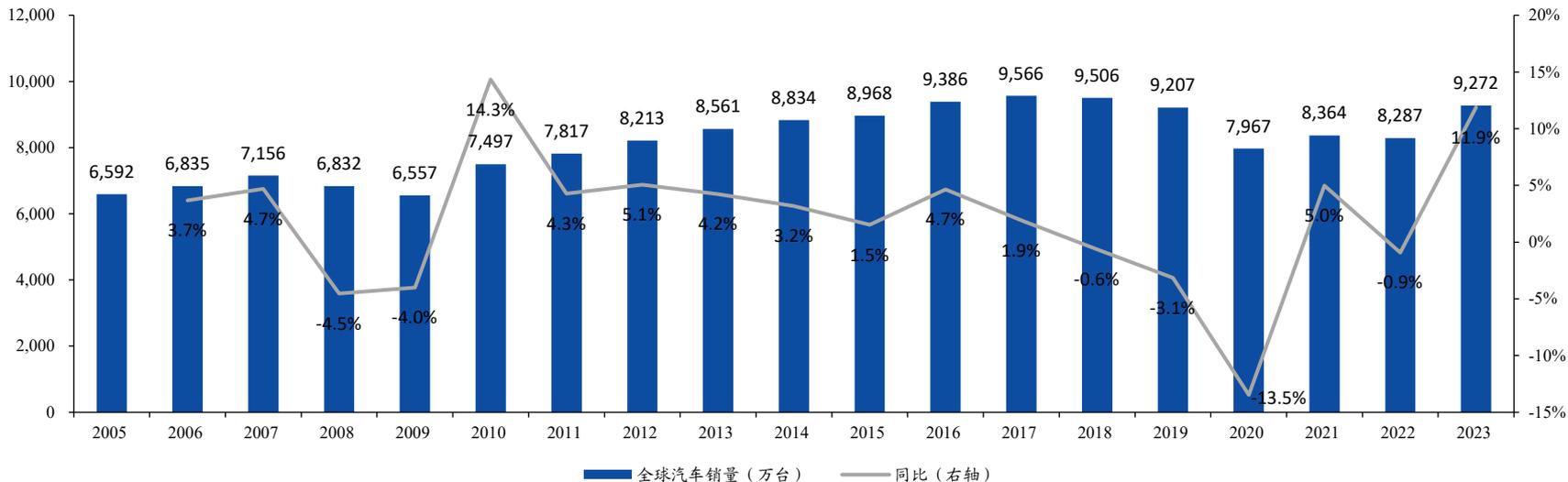
- 1、公司概况：二十年发展成就综合实力领先的汽车零部件企业
- 2、行业分析：智能化趋势下，空悬/传感器/ADAS迎发展机遇
- 3、业务展望：传统业务稳定发展，新兴业务超越周期
- 4、盈利预测与投资建议
- 5、风险提示

## 2.1 疫情后全球汽车销量逐步恢复，2023年为9272万辆

□ 回顾全球汽车行业近二十年的发展，销量整体呈波动上升态势。

- 2005-2017年，全球汽车销量由6592万台增长至9566万台，CAGR为3.2%。
- 2018-2020年，汽车销量有所下滑，受疫情影响低谷时2020年仅为7967万台。
- 2021年起全球汽车销量开始稳步回暖，2023年恢复9000万辆以上的水平，达到9272万辆，销量同比+11.9%。

图表：全球汽车销量及其同比变化情况

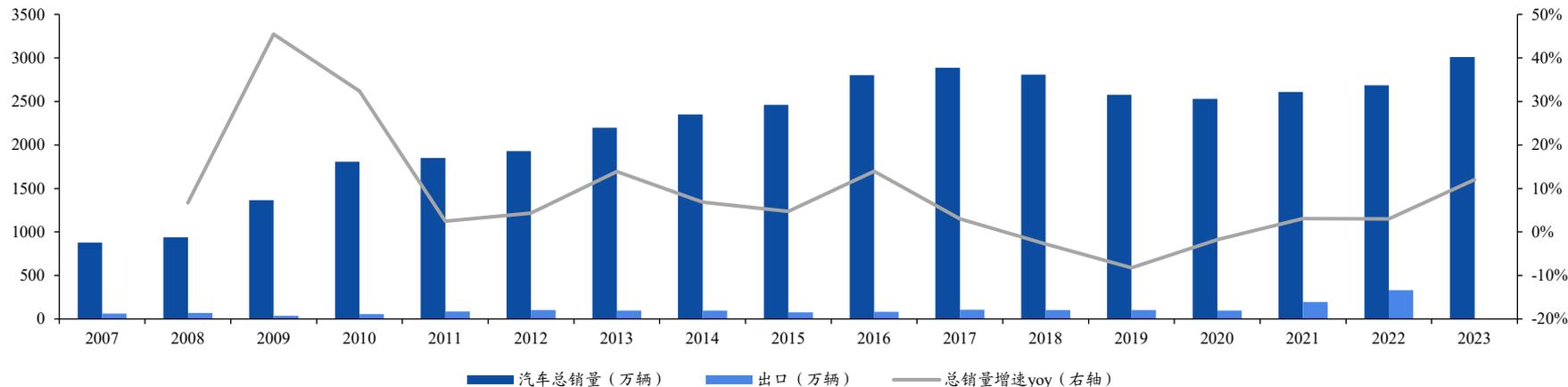


## 2.1 受益于出口高增，2023年我国汽车销量突破3000万辆

### □ 回顾我国汽车行业近二十年的发展，汽车销量整体呈波动上升态势。

- **2007年-2017年，我国宏观经济持续快速增长，由于人均汽车保有量低，巨大的购买潜力拉动我国汽车工业快速增长。**2008年，在全球性金融危机、宏观调控、特大自然灾害、股市财富效应消失以及国三排放标准的实施等因素的影响下，汽车行业结束了近年来高速增长的势头，出口增势受到较大抑制。2008年11月国家出台“四万亿”政策刺激基础设施建设。2009年我国出台和实施了一系列促进汽车消费的政策及产业调整与振兴规划，年产销超过千万辆。2013年汽车销量同比高增长，政府加快推进新能源汽车的推广应用，发布了《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》的多个批次。
- **2018年-2022年，宏观经济调控下，汽车行业增速减缓。**政策调控及过去十年高增长透支需求，2018、2019、2020年汽车销量连续三年负增长。在新能源汽车高速发展和自动驾驶技术升级的推动下，2021年增长趋势转好。2023年汽车销量回暖，全年销量同比增长12.02%，达3009.4万辆。预计2024年整车销量有望维持增长，有望推动零部件行业持续上行。

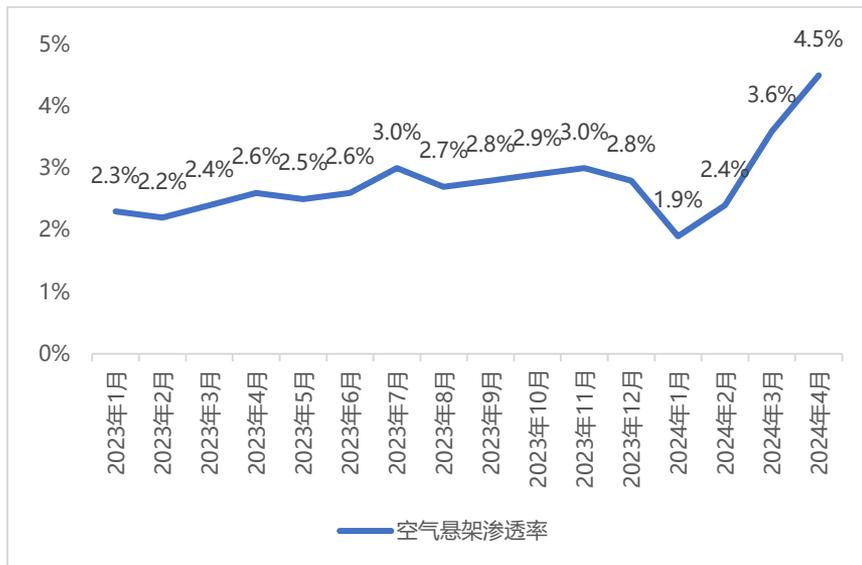
图表：汽车2007-2023年我国汽车销量、出口情况及销量同比变化情况



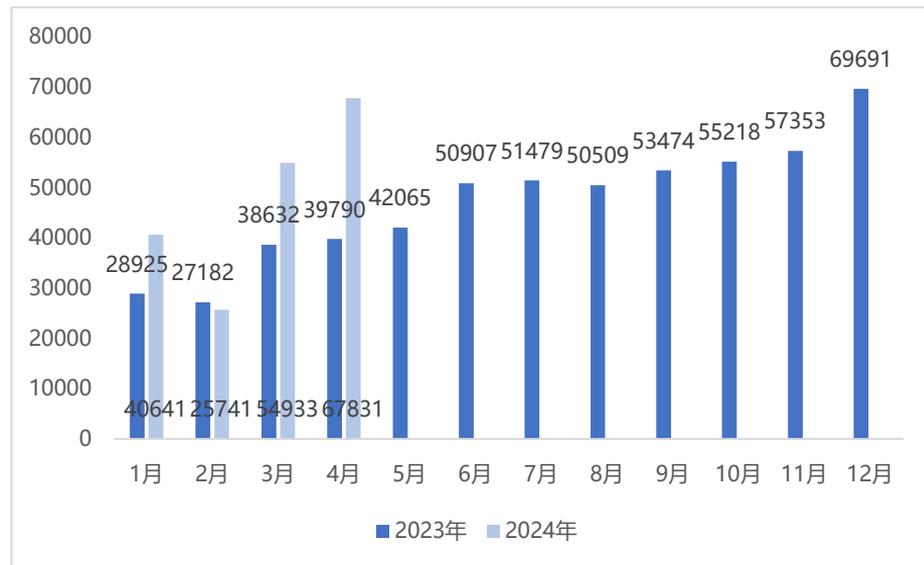
## 2.2空气悬架：汽车行业新宠，众多车型标配

- 随着智能电动汽车快速发展，空气悬架已经逐步成为高端新能源汽车平台主流配置，理想L7/L8/L9、蔚来、小鹏G9、极氪等搭载空悬的明星车型亮相，也进一步带动了空悬热度的提升。高工智能汽车研究院监测数据显示，2023年中国市场（不含进出口）乘用车前装标配空气悬架交付56.88万辆，同比增长103.07%。而在23年8月，首次站上月度交付5万辆大关。
- 据盖世汽车研究院智能驾驶配置数据库最新统计数据显示，空气悬架2023年国内月度装载量呈现缓慢上升趋势，至12月份单月装载量接近**7万台**，渗透率已达**2.8%**；而2022年只有23.8万辆，渗透率为1.2%，搭载量同比增幅高达**137%**。2024年渗透率涨势迅猛，4月渗透率高达**4.5%**。根据盖世汽车研究院预测，预计到2025年末，空气悬架渗透率能够上升到15%左右。

图表：2023年1月-2024年4月国内空气悬架渗透率



图表：空气悬架市场搭载量（单位：台）

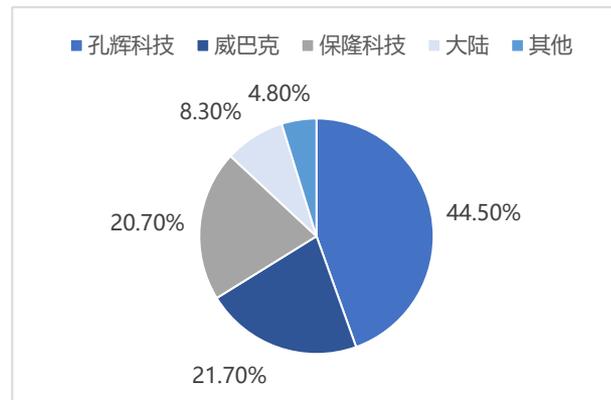
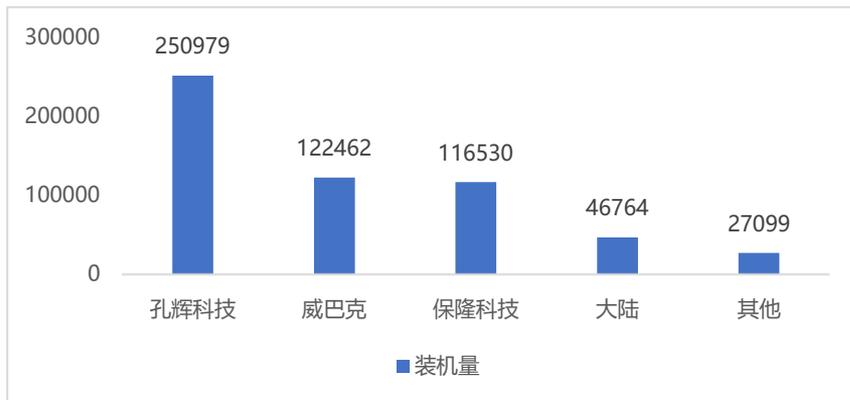


## 2.2 空气悬架：强势崛起，本土厂商份额近七成

### □ 2023年本土空气悬架势力强势崛起，占据了国内空悬市场近七成的份额。

- **国内企业具备综合竞争优势。** 国外具有量产能力的领先厂商主要是大陆集团、威巴克等。在开发周期上，外资供应商开发一套完整的空气悬架系统一般在2年以上，但国内新势力整车开发都希望压缩在18个月左右。从价格上来看，国外厂商也高于国内厂商。国外厂商一套空气悬架总成本1.2万左右，国内大概在0.8-1万。两年来国产替代下搭载成本不断降低，车企配置意愿也逐步提升，给了国产品牌单点突破的机会，导致了2023年在市场上强势崛起。
- **孔辉科技、保隆科技领衔本土企业。** 本土企业中孔辉科技、保隆科技分别以25.1万台套，市场份额44.5%，以及11.65万台套，市场份额20.7%的数据，位列第一位和第三位。威巴克与大陆集团则以12.25万台套，市场份额21.7%，以及4.68万台套，市场份额8.3%的数据，位列第二位和第四位。

图表：2023年各空气悬架供应商装机量（台套）及其市场份额



注：不含选配和进口

## 2.3 汽车智能化不断进阶，国内企业加速布局传感器行业

- 智能电动时代，传感器能够实时监测电池等部件工作状态、精准传输周边环境情况，保障车辆运行安全。伴随智能电动汽车渗透率的快速攀升，整个行业将迎来历史性的发展机遇。
- 电动汽车给传感器行业带来大量需求。传统汽车压力传感器通常需要2-3组，电动汽车则需要10-15组。转引自盖世汽车研究院，根据IHSMarkit预计，相较于传统燃油车，轻混车型HEV由于电气化程度的提升增加电流与温度传感器共6个，插电混动PHEV车型则增加电流与温度传感器超35个。此外，对于纯电动汽车而言，电池安全等也需要增加传感器进行监测。
- 汽车智能化不断进阶，对传感器数量及功能也提出了更多需求。主流新车上摄像头、雷达等智能环境感知产品数量明显增多。

图表：主流车型的智能驾驶传感器搭载情况

企业	新势力				外资			自主		
车型	特斯拉	蔚来ET7	小鹏G9	理想L9	宝马iX	本田Legend	福特Mustang Mach-E	智己L7	吉利极氪001	
<b>自动驾驶级别</b>		L2+				L3日本			L2+	
<b>激光雷达</b>	-	1	2	1	-	5	-	预留接口	-	
<b>摄像头</b>	8	11+1	11+1	11+1	6+1	6+1	6+1	11+1+3	12+2+1	
<b>毫米波雷达</b>	1	5	5	1	5	5	5	5	1	
<b>超声波雷达</b>	12	12	12	12	12	12	12	12	12	
<b>高精度地图</b>	-	√	√	√	-	√	√	√	√	
<b>高精度定位</b>	-	√	√	√	-	√	√	√	√	
<b>V2X</b>	-	5GV2X	-	-	5GV2X	-	4G2X	-	-	
<b>硬件方案</b>										
<b>计算平台</b>	2*TeslaFSD (144TOPS)	4*英伟达 Orin-X (1016TOPS)	2*英伟达 Orin-X (508Tops)	2*英伟达 Orin-X (508Tops)	2颗8核处理器的 DenVertron 芯片+2颗 EyeQ5H芯片+1颗英飞凌Aurix 芯片	瑞萨 R-CarV3U (60TOPS)	英飞凌Aurix芯片、MobileyeeyeQ4 图片处理芯片、TITDA环视摄像头芯片和恩智浦 TreeRunner传感器芯片	英伟达Xavier 30TOPS (可升级Orin)	2*Mobileye EyeQ5 (48TOPS)	
<b>场景</b>										
<b>城市</b>	2022	2023	2022	2023	-	-	-	2022+	2022	
<b>高速</b>	√	√	√	√	-	√ (支持脱手)	-	√	√	
<b>泊车</b>	APA	APA	AVP	APA	APA	-	APA	AVP	AVP	

## 2.3 车身传感器百亿市场规模，外资高度垄断，国产替代潜力广阔

- **市场规模：** 车身传感器主要应用于动力总成系统，车身控制系统以及底盘系统中，其中动力总成系统45-60个，车身系统超20个，底盘系统30-40个，合计超过90个，平均单车价值量约1000元。据前瞻产业研究院预测，到2026年，中国汽车传感器市场规模将达到982亿元。
- **市场竞争格局：** 目前就汽车传感器整体来看，国际巨头如博世、森萨塔等企业仍然占据较大份额，但是在一些细分领域，已经有本土企业正在向全球龙头迈进。整体来看，车身传感器国产替代空间广阔。
- 多家新势力车企开展“硬件外采+软件技术自研”的产业布局，一方面由第三方供应商提供智能驾驶传感器硬件，与此同时也通过自研、投资合作等多种形式寻求对核心部件垄断供给的突破。凭借优异的产品性价比和本土化服务优势，本土传感器供应商借力突破，抢占了部分外资企业的市场份额。随着国产供应商品牌口碑逐步建立，市场份额有望持续提升。

图表：传统燃油汽车传感器数量分布

传感器种类	装备数量 (个)
动力系统传感器	45-60
车身控制传感器	> 20
底盘传感器	30-40
<b>总计</b>	<b>&gt; 90</b>

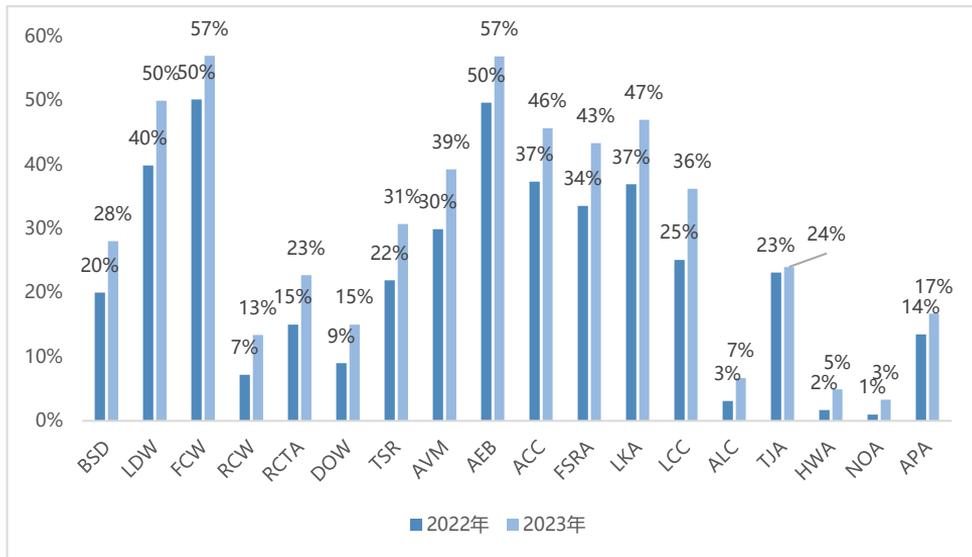
## 2.4 L2等级渗透率提升明显，ADAS主要功能装配率均有所提升

- **2024年1-6月新能源乘用车L2级及以上的ADAS装车率达到66.4%**。就各价格段L2等级装载来看，当前市场仍以中高价车型装载为主，其中20-30万价格段占比最高，2023年渗透率达70.9%，其次为30-40万价格段，2023年渗透率为53.1%。此外，区分能源形式，2024年上半年新能源乘用车L2级以上ADAS装车率高达66%。
- **2023年ADAS（高级驾驶辅助系统）各功能配置的渗透率，相较于2022年有显著提升**。其中，FCW（前向碰撞预警）与AEB（自动紧急制动）功能的配备率逐步接近57%，显示出这些功能在市场上的受欢迎程度和重要性。另外，AVM（全景影像监测）、LCC（车道居中控制）等功能的渗透率也有明显的提升，这些功能的普及为驾驶者提供了更为全面和精准的驾驶辅助信息，增强了驾驶的安全性和便利性。

图表：各价格区间L2等级渗透率变化



图表：2023年ADAS各主要功能装配率同比均实现增长



- 1、公司概况：二十年发展成就综合实力领先的汽车零部件企业
- 2、行业分析：智能化趋势下，空悬/传感器/ADAS迎发展机遇
- 3、业务展望：传统业务稳定发展，新兴业务超越周期
- 4、盈利预测与投资建议
- 5、风险提示

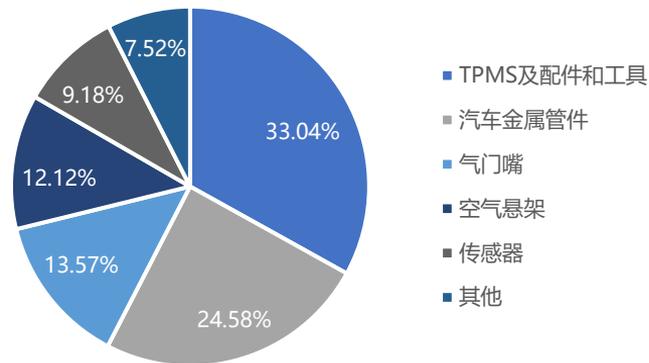
## 3.1 传统业务稳定发展，位居行业前列

- 基本盘业务稳定：**公司传统业务包括汽车轮胎压力监测系统（TPMS）、汽车金属管件（排气系统管件和EGR管件）、气门嘴以及平衡块，2023年TPMS业务占比33.04%、汽车金属管件占比24.58%、气门嘴业务占比13.57%，三者合计占比超七成，系公司核心业务。
- TPMS：**与霍富集团强强联合，在中国、德国、美国三地投入运营，2022年市占率为22.5%，居国内第二。
- 汽车金属管件：**搭配不同标准的喷漆、抛光及电镀，满足德系、美系、日系等主机厂技术标准，主要为排气系统管件和EGR管件，多次、连续获整车制造商及Tier1质量奖项，中国最大的排气系统管件OEM供应商之一。
- 气门嘴：**包括橡胶/金属/TPMS气门嘴三类，公司气门嘴国家标准主要起草单位，自研EPDM橡胶配方，耐臭氧性能卓越。全球最大的轮胎气门嘴企业之一，年均生产和销售2.6亿只。
- 平衡块：**100余种品类满足不同规格的轮辋要求。出口日本，是马自达全球独家供应商。市占率全球前三，中国最大的汽车车轮平衡块OEM供应商之一。

图表：传统业务始终保持稳定增长



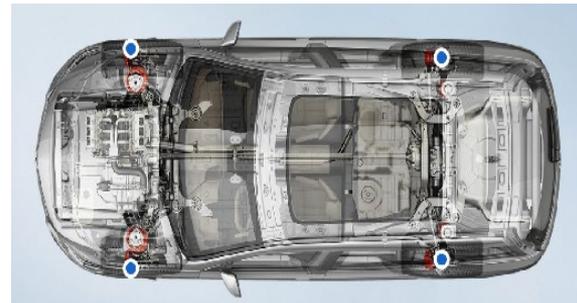
图表：2023年营收产品线占比



## 3.1 传统业务TPMS：强制安装要求驱动行业快速增长

- 汽车轮胎压力监测系统（TPMS）兼具安全和节能环保：**在汽车行驶过程中实时自动监测轮胎气压和温度，并对轮胎漏气、低压、高压、高温报警，以确保行车安全；同时由于胎压过低要消耗更大的马力来提供相同的速度，因此TPMS也能提高燃油及保养的经济性。
- 乘用车强制安装TPMS，政策驱动十亿级空间增量**
  - 2017年《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》发布，规定自2019年起中国市场所有新认证乘用车必须安装TPMS；自2020年起，所有在产乘用车开始实施强制安装要求。TPMS是继ABS、安全气囊后，汽车的第三大立法安全产品。
  - 中国乘用车TPMS强装政策落地较晚，根据立鼎产业研究中心预测，预计19年乘用车装配的TPMS，将从24年开始迎来换装，25年全部乘用车迎来换装爆发期，测算2025年中国TPMS后装需求量有望达到3349万支，市场规模达19.9亿元，21-25年CAGR为48%。

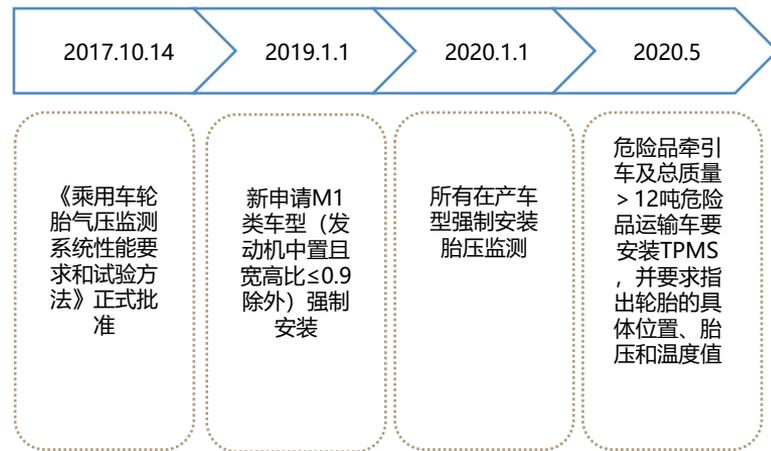
图表：TPMS在整车的应用位置



图表：TPMS系统产业链



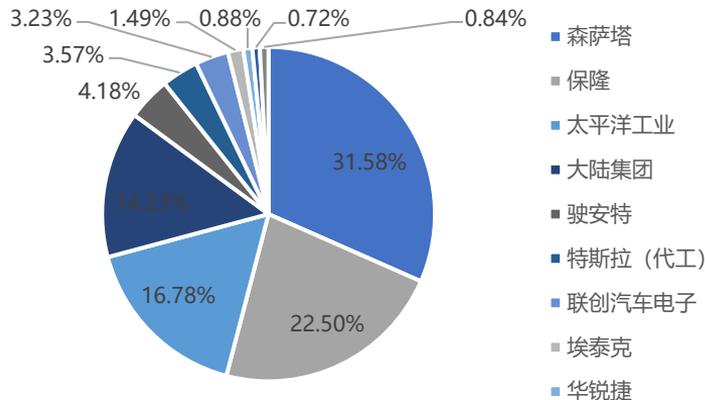
图表：我国TPMS相关法规



## 3.1 传统业务TPMS：联手霍富集团，TPMS业务居行业前列

- TPMS分为直接式、间接式和混合式三种。2022年中国（不含进出口）乘用车前装标配直接式胎压监测系统1237.07万辆，渗透率为62.07%，仍有不少品牌及车型考虑成本因素，并没有采用直接式胎压监测系统，渗透率仍有提升空间。
- TPMS国际供应商有Sensata、大陆集团、太平洋工业和博格华纳；国内供应商有保隆科技、铁将军，上海泰好、万通智控、道通科技等。根据高工智能汽车数据，2022年保隆TPMS国内市占率位居第二。
- 2019年1月，保隆科技与德国霍富集团整合各自TPMS业务设立的合资公司保富电子正式在中国、德国、美国三地投入运营，保富电子目前已成为全球最大的原装和售后市场TPMS解决方案供应商之一，2023年，公司TPMS业务收入19.11亿元，销售TPMS发射器5,448.46万只，同比增加43.06%。

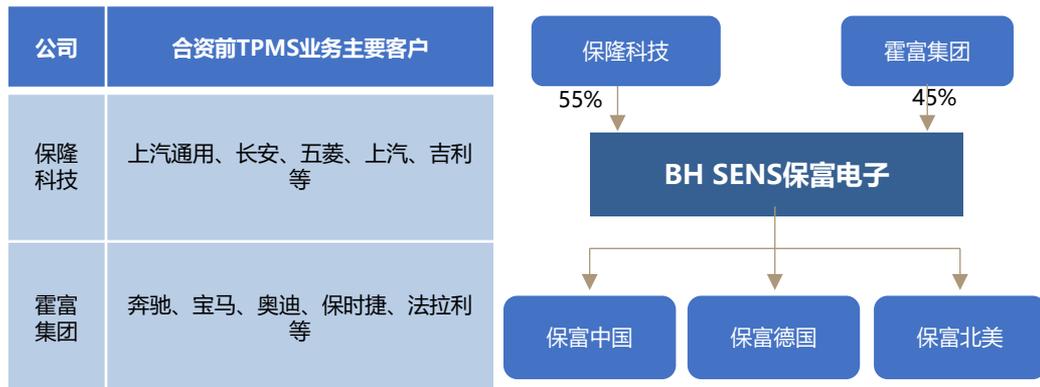
图表：中国市场TPMS供应商2022年前装汽车市场份额



图表：公司历年TPMS收入



图表：保隆科技联手HUF成立合资公司保富电子，TPMS业务客户范围拓展至欧洲高端车企



## 3.2 新业务一传感器：掌握多项核心技术，布局多品类产品

- 掌握核心技术：**公司掌握了压力感应（MEMS、陶瓷电容）、光学、磁学、芯片封装、传感器标定等核心技术，并持续向模块化、集成化的产品研制技术迈进。
- 产品多品类：**公司覆盖压力、光学、速度、位置、电流、加速度/偏航率等领域。
- 细分领域领先优势显著：**目前在部分细分领域，如轮速、光雨量、电流传感器等，公司已经在国内市场建立领先的优势，2023年公司传感器销量达2,225.83万支，同比+26.55%，营收占比由2022年的8.97%增加到2023年的9.18%。

图表：公司传感器销量增长迅速，2023年同比+26.55%



图表：公司汽车传感器产品优势显著

产品名称	产品示例图	产品优势
压力类传感器		<ul style="list-style-type: none"> <li>符合国六标准MEMS芯片技术，自主开发的封装设计和封装工艺智能减排，超高精度测量确保高度精益超过20个品类</li> </ul>
光学类传感器		<ul style="list-style-type: none"> <li>智能调节：精准测量外界环境，智能控制功能使用自动化设置解放驾驶员双手，保证视线无阻，给予额外视觉补偿</li> <li>可有效提高车内空调能耗利用</li> </ul>
速度/位置类传感器		<ul style="list-style-type: none"> <li>高精度的速度与位置信号输出，信号响应迅速</li> <li>拥有CNAS认证自主测试能力</li> <li>满足功能安全ASILB (D) 要求</li> <li>抗EMC和EMI干扰能力强</li> </ul>
电流类传感器		<ul style="list-style-type: none"> <li>稳定监测电流，实现高精度、零磁滞性应用广泛，电动汽车电池管理系统（BMS），电动汽车电池系统配电盒（BDU），电动汽车高压配电盒（PDU），工业用锂电池能源管理设备和充电桩</li> <li>高线性度、低损率</li> </ul>
加速度/偏航率类传感器		<ul style="list-style-type: none"> <li>信号响应迅速，高精度的加速度信号实时传输</li> <li>PSI5通讯协议的开发，实现产品的数据检测读取，满足客户指定的PSI5模式配置</li> </ul>

### 3.3 新业务二空气悬架：产业链逐渐成熟，国产替代加速

- 空气悬架系统主要由独立式空气弹簧、车身加速度传感器、空气弹簧减振器总成、空气悬架控制器（ECU）、储气罐、供气系统、分配阀和悬架高度传感器等组成，是底盘系统调校、电子控制和橡胶工艺的集大成者。
- **国产化趋势加速，产业链逐渐成熟**：上游厂商多点突破，空气弹簧/可变阻尼减震器/空气压缩机等核心部件正在国产化；中游数家厂商已具备核心研发技术；下游整车厂开始转向国产供应商。

图表：空气悬架系统关键零部件及产业链与典型供应商

上游		中游		下游	
储气罐	空气弹簧	空气悬架	国外企业	国内企业	
<ul style="list-style-type: none"> <li>晋西工业</li> <li>浙江奥莱尔</li> <li>保隆科技</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大陆集团</li> <li>威巴克</li> <li>孔辉科技</li> <li>保隆科技</li> <li>中鼎股份</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大陆集团</li> <li>采埃孚</li> <li>威巴克</li> <li>普拉尼德</li> <li>孔辉科技</li> <li>保隆科技</li> <li>中鼎股份</li> <li>天润工业</li> <li>京西重工</li> <li>瑞玛精密</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大众</li> <li>特斯拉</li> <li>奔驰</li> <li>宝马</li> <li>奥迪</li> <li>捷豹</li> <li>宾利</li> <li>沃尔沃</li> <li>劳斯莱斯</li> <li>路虎</li> <li>玛莎拉蒂</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>吉利</li> <li>蔚来</li> <li>小鹏</li> <li>理想</li> <li>高合</li> <li>奇瑞</li> <li>吉利</li> <li>红旗</li> <li>长安</li> </ul>	
ECU	可变阻尼减震器				
<ul style="list-style-type: none"> <li>大陆集团</li> <li>威巴克</li> <li>采埃孚</li> <li>保隆科技</li> <li>孔辉科技</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>采埃孚</li> <li>倍适登</li> <li>正裕工业</li> </ul>				
	空气供给单元				
	<ul style="list-style-type: none"> <li>采埃孚</li> <li>AMK</li> </ul>				

### 3.3 新业务二空气悬架：技术实力雄厚、先发优势显著，率先受益行业β

- **除分配阀外，其余零部件均实现量产**：公司成功量产覆盖空气弹簧、电控减振器、控制系统、储气罐、悬架高度传感器、车身加速度传感器等部件，具备全系统开发能力。
- **客户资源优势**：与蔚来、理想、一汽红旗、B客户等整车厂携手。
- **研发实力领先，成功研发“魔毯”路面预瞄系统，是国内首家同时具备空气悬架和ADAS系统供应和融合能力的本土供应商，已获得某头部自主品牌车企的定点通知书。**
  - “魔毯”路面预瞄系统是双目立体视觉系统与主动悬架系统结合而实现的“魔毯”垂向控制技术。通过将感知目标融合信息数据传递给CDC主动悬架系统，从而调整悬挂的高度、底盘动力、轮胎抓地力等参数。
- **销量情况**：2023年实际销售空气悬架148.65万支，同比增长125.67%。营收占比由2022年的5.63%增加到2023年的12.12%。

图表：公司空气悬架系统发展历程

2012年	2015年	2016年	2017年	2018年	2021-2022年	2024年
<ul style="list-style-type: none"> <li>空气悬架立项</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内知名的主机厂驾驶室减振配套商因为国外的供应商产能不足，保隆科技获得了供货机会，开始为国内主机驾驶室开发空气弹簧</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>开始为国际知名企业开发驾驶室空气弹簧</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>进入乘用车空气弹簧领域</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>组建团队研发ECU和空气悬架系统集成</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年实现空气弹簧减振器总成量产</li> <li>2022年空气悬架控制器（ECU）研发成功，并获得2家车企定点；首次获得空气悬架系统ASU定点</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>空气悬架控制器（ECU）在合肥园区量产下线</li> <li>空悬关键技术创新及产业化荣获「科学技术奖」</li> </ul>

图表：公司量产的空气悬架部件示意图



### 3.3 新业务二空气悬架：定点项目保障业绩增长

- **获多个项目定点：**已有多款空气悬架系统产品顺利获得包括国内外知名主机厂、国内头部新能源主机厂在内的多家主机厂的多款平台车型的项目定点，形成了优质客户群。市场整体需求处于持续旺盛阶段，订单需求将不断释放，预计公司将持续获得客户项目定点。
  - 2024年上半年保隆科技空气悬架储气罐项目获取项目定点数迅猛增长，共计获得**国内16个汽车品牌的23个项目定点**，定点的车企涵盖自主品牌，造车新势力和合资品牌，**生命周期总金额超过4.8亿元**。
- **扩产智能空气悬架系统：**2024年10月发布可转债募集说明，拟募集139,000万元用于空气悬架系统智能制造扩能项目和补充流动资金，项目达产后将进一步打开公司空气悬架业务的成长空间。

图表：公司获多个空气悬架系统定点项目

时间	客户	项目	生命周期	预计量产时间	预计总金额 (亿元)
2024-8-2	自主品牌头部车企	双腔空气弹簧	5年	25H2	/
2024-5-7	合资品牌车企	空气悬架系统	6年	25H2	2
2024-4-16	某头部自主品牌主机厂	空气悬架系统前后空气弹簧总成和控制器	6年	2024年6月	34
2024-3-25	新能源车企	空气悬架系统前后空气弹簧	4年	2025年10月	6.4
2024-2-28	自主品牌车企	悬架系统控制器	5年	/	1.7
2024-1-25	自主品牌车企	空气悬架系统供气单元 (ASU)，4个车型	3年	2025年	0.8

图表：可转债拟募集资金用途

序号	项目名称	实施主体	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	空气悬架系统智能制造扩能项目	—	152,200	103,500
1.1	年产482万支空气悬架系统部件智能制造项目	上海保隆汽车科技(安徽)有限公司	81,530	68,000
1.2	空气弹簧智能制造项目	安徽隆威汽车零部件有限公司	60,000	27,500
1.3	汽车减振系统配件智能制造项目	安徽拓扑思汽车零部件有限公司	10,670	8,000
2	补充流动资金	上海保隆汽车科技股份有限公司	40,000	35,500
3	合计		192,200	139,000

### 3.4 新业务三ADAS：行业竞争激烈，公司提早布局有望受益国产替代

□ 公司ADAS产品包括车载摄像头、智驾域控、雷达以及基于此推出的V-SEE3.0智能驾驶解决方案。

- 1) 车载摄像头：市场空间广阔，国产替代加速，公司产品种类全有望率先受益。
- 市场空间广阔：前装市场车载摄像头处于需求快速增长期，2022年工厂安装摄像头的全球市场规模达到97.45亿美元。智能网联汽车预测2027年全球车载摄像头市场规模可能达到224.15亿美元，6年复合年增长率约为14.9%。
- 国产替代加速：中国驾驶场景具有特殊性，本土化视觉方案成为必然选择+产业链上游国产替代逐步落地，车载摄像头国产替代加速。
- 保隆具备优势：与领目科技合资成立保领公司，开发视觉产品线的单目摄像头和低速自动驾驶产品线的APA自动泊车辅助系统；已布局多种产品，具备优势。
- 2) 智驾域控：行业竞争激烈，公司优势在于获得魔毯空悬定点，带动前视+ECU产品增长。

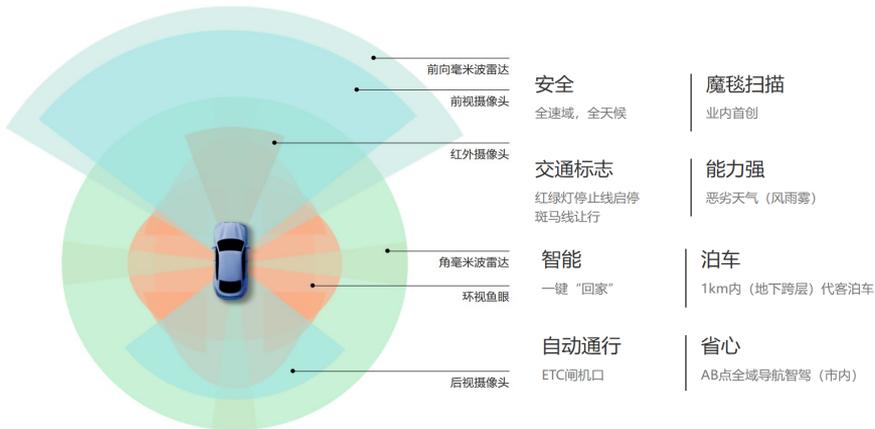
图表：公司智能驾驶产品部分定点项目

序号	时间	客户	产品	生命周期	生命周期金额	量产时间
1	2023年5月	国内某自主品牌车企	3M环视系统	6年	4.15亿元	2024年3月
2	2023年7月	国内自主品牌	3M环视摄像头	3年	3.46亿元	2024年4月
3	2023年8月	自主品牌车企	AK2超声波雷达	-	-	2024年7月
4	2023年9月	国内头部自主品牌车企	8M摄像头	5年	2亿元	2024年
5	2023年10月	国内自主品牌	路面预瞄系统供应商	3年	3亿元	2024年上半年

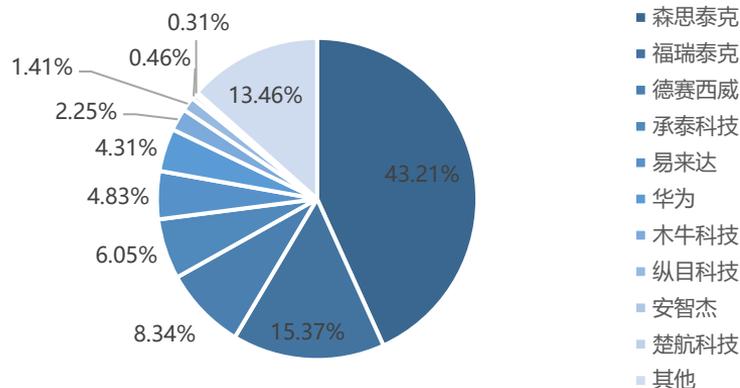
## 3.4 新业务三ADAS：行业竞争激烈，公司提早布局有望受益国产替代

- **3) 毫米波雷达：**本土供应商加速放量，公司产品已获突破。
- **市场规模：**2023年中国市场（不含进出口）乘用车前装标配搭载ADAS毫米波雷达（不含舱内）2224.4万颗，同比增长23.8%。其中角雷达交付1153.4万颗，同比增长23.7%。
- **保隆情况：**公司在该领域深耕多年，软硬件、算法和天线设计等核心领域拥有自主知识产权。2023年6月保隆科技旗下合资公司保航科技为VinFast的VF系列车型开发的角雷达量产，该项目为VF系列单一车型，生命周期内提供20万只角雷达。
- **4) 基于自研产品推出V-SEE3.0智能驾驶解决方案，致力于解决全场景全天候智能驾驶安全问题，为客户提供全场景的智驾产品服务。**
- 通过标配公司自研的红外摄像头、4D毫米波、双目广角前视和超级鱼眼环视，保隆3.0方案结合V2X可解决城区驾驶的复杂场景，如十字路口红绿灯通行、城市道路施工、电瓶车行人横穿等，以及恶劣天气下的智驾安全问题。

图表：V-SEE3.0智能驾驶解决方案



图表：2023年中国毫米波雷达竞争格局



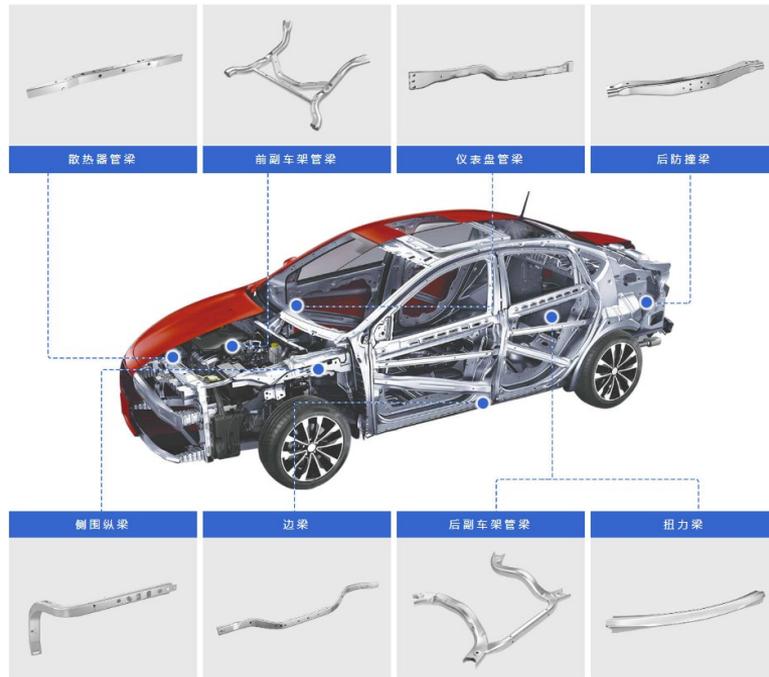
## 3.5 新业务四液压成型结构件：在提升产品性能的同时降本增效

- ▣ **相较冲压焊接工艺，液压成型技术在减重、降本增效的同时提升强度与刚度：**与传统冲压焊接的产品相比，液压成型结构件的重量减轻20%-30%，同时材料利用率提高20%-40%。
- ▣ **主要应用产品：**前副车架管梁、散热器支架、仪表盘支架、车顶横梁、侧围纵梁、后副车架管梁、边梁、AB柱、排气系统管件、吸能盒、EGR管、凸轮轴等。
- ▣ 公司拥有多年丰富的OEM配套经验，具备材料性能试验、成型工艺分析、设备模具的设计和开发、产品试制生产的全过程能力。同时2018年与德国汽车液压成型专家沙士基达成立合资公司，强强联合，有望充分受益轻量化发展趋势。

图表：液压成型关键技术

模拟仿真技术	从模拟仿真到现实产品，建立产品全过程数字仿真分析技术。
模具设计	包含模具形状弯管设计与优化技术、压弯设计技术、预成形变形二次分配技术、回弹补偿技术、一模两穴设计与调试技术、密封头、打孔冲头设计等技术能力。
检测技术	包含复杂曲面产品及过程零件的快速检测技术、模具/工装/检具/夹具的制造质量检测技术。
低压成形工艺	低压成形产品表面质量、尺寸精度明显优于普通液压成形产品。
计算软件	保隆科技拥有丰富的材料数据库和开发经验，可编写高精度液压成形关键参数计算软件；计算软件体积小、免安装、跨平台，计算速度远快于CAE分析，并获国家版权局计算机软件著作权授权。
铝合金产品开发	包括铝管挤压成型、管材固溶、热敏标签防错等技术。
高强钢产品开发	焊管技术、开裂控制、镶块/打孔冲头/密封头设计与制造技术。
硼钢产品开发	淬火与回火参数设计与热处理过程质量管控、热处理变形分析与变形分配控制技术、零件截面形状设计、开口角度及贴合区域的设计与控制。

图表：汽车轻量化结构件在整车的应用位置



- 1、公司概况：二十年发展成就综合实力领先的汽车零部件企业
- 2、行业分析：智能化趋势下，空悬/传感器/ADAS迎发展机遇
- 3、业务展望：传统业务稳定发展，新兴业务超越周期
- 4、盈利预测与投资建议
- 5、风险提示

- **TPMS**：强制安装要求驱动行业快速增长；此外公司作为多家新势力整车厂的独家供应商，随着自主品牌市场份额提升，公司业务将保持增长。预计2024-2026年该收入增速分别为11%、16%、11%，毛利率分别为24.3%、24.3%、24.3%。
- **汽车金属零部件**：增程式和混动车型频出将弥补燃油车市场萎缩带来的排气尾管和热端管需求减少，叠加尾部玩家退出市场份额将加速向头部聚集；此外随着公司液压成型结构件放量，该业务将保持增长。预计2024-2026年该收入增速分别为8%、11%、13%，毛利率分别为32.2%、32.2%、32.2%。
- **气门嘴**：OEM+AM市场需求稳定增长，公司该业务保持稳健增长。预计2024-2026年该收入增速分别为2%、5%、4%，毛利率分别为42.4%、41.8%、41.5%。
- **传感器**：随着公司并购整合加速业务拓展，六大系列产品将快速增长，该业务保持较快增长。预计2024-2026年该收入增速分别为36%、50%、52%，毛利率分别为15.0%、18.0%、20.0%。
- **空气悬架**：随着国产化加速+配套车型价格下探，公司率先布局先发优势显著，多个定点项目逐步落地助力营收和业绩保持较快增长。预计2024-2026年该收入增速分别为50%、64%、71%，毛利率分别为26.8%、29.0%、32.0%。
- **其他**：随着公司ADAS业务不断放量，该业务保持较快增长。预计2024-2026年该收入增速分别为40%、50%、55%，毛利率分别为11.1%、13.5%、15.0%。
- **其他业务**：随着公司收入规模不断提升，其他业务保持稳健增长。预计2024-2026年该收入增速分别为15%、16%、16%，毛利率分别为43.0%、43.0%、43.0%。

# 传统业务稳定增长+新业务加速放量，公司业绩可期

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>TPMS</b>				
营业收入 (百万元)	1,910.89	2,129.79	2,465.56	2,727.95
YOY	29.44%	11.46%	15.76%	10.64%
毛利率	25.60%	24.30%	24.30%	24.30%
<b>金属汽车管件</b>				
营业收入 (百万元)	1,421.02	1,531.91	1,697.00	1,918.37
YOY	6.09%	7.80%	10.78%	13.04%
毛利率	24.50%	32.2%	32.2%	32.2%
<b>气门嘴</b>				
营业收入 (百万元)	784.48	798.78	841.66	877.91
YOY	9.64%	1.82%	5.37%	4.31%
毛利率	43.11%	42.39%	41.83%	41.54%
<b>传感器</b>				
营业收入 (百万元)	530.58	802.23	1,158.83	1,520.96
YOY	45.16%	51.20%	44.45%	31.25%
毛利率	20.67%	21.00%	22.00%	23.00%
<b>空气悬架</b>				
营业收入 (百万元)	700.56	1,047.33	1,715.53	2,935.27
YOY	174.75%	49.50%	63.80%	71.10%
毛利率	24.57%	26.80%	29.00%	32.00%
<b>其他主营业务收入</b>				
营业收入 (百万元)	434.71	608.60	912.90	1,415.00
YOY	14.42%	40.00%	50.00%	55.00%
毛利率	15.50%	11.1%	13.5%	15.0%
<b>其他业务</b>				
营业收入 (百万元)	115.23	132.51	153.71	178.30
YOY	-53.17%	15.00%	16.00%	16.00%
毛利率	42.59%	43%	43%	43%

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,897.46	6,972.77	8,870.67	11,700.31
YOY	23.44%	18.23%	27.22%	31.90%
毛利率	27.40%	26.73%	26.83%	27.38%
净利润 (百万元)	381.49	374.23	549.77	783.57
YOY	67.87%	-1.90%	46.91%	42.53%
净利率	6.47%	5.37%	6.18%	6.66%
归母净利润 (百万元)	378.83	363.00	544.28	775.74
YOY	76.91%	-4.18%	49.94%	42.53%

□ 我们选取同样布局空气悬架的拓普集团、中鼎股份；智能驾驶相关公司德赛西威、经纬恒润、科博达作为可比公司：

- 拓普集团：公司空气悬架系统主要产品包括集成式供气单元、空气弹簧、高度传感器等。
  - 中鼎股份：公司旗下德国AMK是空气悬挂系统的高端供应商，目前空气弹簧及储气罐产品已获得项目定点，同时公司也在加快布局磁流变减震器项目，项目产线建设正在加速推进中。
  - 德赛西威：公司深度聚焦于智能座舱、智能驾驶和网联服务三大领域的高效融合，智能驾驶领域产品范围涵盖智能驾驶计算系统，传感器和算法等。
  - 经纬恒润：公司智能驾驶产品覆盖智能传感器、行泊一体和高级别自动驾驶控制器，满足客户不同需求。
  - 科博达：公司是中高端乘用车配套的汽车电子零部件企业，主营汽车电子及相关产品的技术研发与产业化。
- 预计公司2024/25/26年营收分别为69.73/88.71/117.00亿元，归母净利润分别为3.63/5.44/7.76亿元，截至12月19日收盘，P/E分别为22.45/14.97/10.51倍。考虑到公司为细分领域龙头，且新产品不断放量，参考可比公司估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图表：基本面及估值同业比较（截至2024年12月19日收盘）

	市值 (亿元)	营业总收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
拓普集团	861	197.01	270.61	342.15	416.01	21.51	29.54	37.88	46.86	37.66	29.14	22.72	18.37
中鼎股份	175	172.44	198.46	229.97	263.43	11.31	14.37	17.41	20.46	14.39	12.21	10.07	8.57
德赛西威	632	219.08	281.88	351.02	430.65	15.47	21.21	27.45	34.49	46.47	29.80	23.02	18.32
经纬恒润	110	46.78	56.63	70.44	84.60	-2.17	-2.34	1.67	3.52	-	-	65.98	31.38
科博达	254	46.25	61.22	78.08	96.16	6.09	8.40	10.94	13.65	47.34	30.25	23.22	18.60
调整后平均值										42.07	29.70	22.99	18.43
<b>保隆科技</b>	<b>82</b>	<b>58.97</b>	<b>69.73</b>	<b>88.71</b>	<b>117.00</b>	<b>3.79</b>	<b>3.63</b>	<b>5.44</b>	<b>7.76</b>	<b>31.65</b>	<b>22.45</b>	<b>14.97</b>	<b>10.51</b>

注：PE调整后平均值为去掉一个最高值、一个最低值后的平均值

- 1、公司概况：二十年发展成就综合实力领先的汽车零部件企业
- 2、行业分析：智能化趋势下，空悬/传感器/ADAS迎发展机遇
- 3、业务展望：传统业务稳定发展，新兴业务超越周期
- 4、盈利预测与投资建议
- 5、风险提示

- **汽车销量不及预期：**公司作为汽车零部件企业，其生产和销售规模受整个汽车行业发展速度的影响较大，若汽车整体销量不及预期，公司订单也将受到影响。
- **整车厂价格竞争持续加剧：**若整车厂价格竞争持续加剧，压力传导至上游供应商，将对公司产品毛利率造成不利影响。
- **智能化渗透率不及预期：**公司新产品空气悬架、传感器等一定程度依赖于智能化渗透率，若智能化渗透率不及预期，空气悬架、传感器等产品将受到影响。
- **市场竞争加剧：**若公司各项业务后续有更多企业加入，导致市场竞争格局加剧，可能导致产品价格持续下降，对公司收入、业绩造成不利影响。
- **原材料价格上涨：**公司主要原材料包括铜、铝等金属，芯片等电子元器件，若原材料价格上涨，将对公司毛利率产生不利影响。
- **客户开拓及新业务放量不及预期：**空气悬架、传感器等均为公司新业务，若客户开拓、新业务落地等不及预期，将对公司收入、业绩造成不利影响。

## 资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,044	1,255	1,597	2,106
应收票据及账款	1,868	1,661	2,046	2,669
预付账款	39	77	97	127
存货	1,699	1,957	2,166	3,313
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	142	108	137	181
流动资产合计	4,790	5,058	6,043	8,395
长期股权投资	72	72	72	72
固定资产	1,922	2,584	2,927	3,233
在建工程	545	379	378	211
无形资产	199	227	257	270
商誉	341	341	341	341
其他非流动资产	607	650	661	673
非流动资产合计	3,685	4,251	4,636	4,799
<b>资产合计</b>	<b>8,475</b>	<b>9,309</b>	<b>10,679</b>	<b>13,195</b>
短期借款	919	1,089	1,692	2,691
应付票据及账款	1,403	1,520	1,988	2,666
预收款项	1	3	3	5
合同负债	156	126	160	211
其他应付款	59	59	59	59
其他流动负债	533	890	726	715
流动负债合计	3,071	3,687	4,628	6,347
长期借款	2,067	2,117	2,047	2,127
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	87	78	78	78
非流动负债合计	2,153	2,195	2,125	2,205
<b>负债合计</b>	<b>5,224</b>	<b>5,881</b>	<b>6,753</b>	<b>8,552</b>
归属母公司所有者权益	2,953	3,119	3,612	4,321
少数股东权益	297	309	314	322
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,251</b>	<b>3,428</b>	<b>3,926</b>	<b>4,643</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,475</b>	<b>9,309</b>	<b>10,679</b>	<b>13,195</b>

## 利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,897	6,973	8,871	11,700
营业成本	4,281	5,109	6,490	8,497
税金及附加	26	41	55	73
销售费用	231	237	293	386
管理费用	376	453	532	702
研发费用	470	579	710	936
财务费用	85	103	114	138
信用减值损失	-6	-7	-7	-7
资产减值损失	-33	-38	-40	-42
公允价值变动收益	-1	5	3	2
投资收益	37	18	18	24
其他收益	57	45	45	45
<b>营业利润</b>	<b>483</b>	<b>473</b>	<b>695</b>	<b>991</b>
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>482</b>	<b>473</b>	<b>695</b>	<b>990</b>
所得税	101	99	145	207
<b>净利润</b>	<b>381</b>	<b>374</b>	<b>550</b>	<b>784</b>
少数股东损益	3	11	5	8
<b>归属母公司净利润</b>	<b>379</b>	<b>363</b>	<b>544</b>	<b>776</b>
EPS (按最新股本摊薄)	1.79	1.71	2.57	3.66
<b>现金流量表</b>				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>438</b>	<b>702</b>	<b>868</b>	<b>238</b>
现金收益	677	721	987	1,288
存货影响	-169	-259	-208	-1,147
经营性应收影响	-628	207	-366	-610
经营性应付影响	171	119	469	680
其他影响	387	-86	-14	27
<b>投资活动现金流</b>	<b>-884</b>	<b>-787</b>	<b>-687</b>	<b>-503</b>
资本支出	-904	-767	-696	-518
股权投资	2	0	0	0
其他长期资产变化	18	-20	9	15
<b>融资活动现金流</b>	<b>632</b>	<b>297</b>	<b>161</b>	<b>774</b>
借款增加	1,152	544	326	980
股利及利息支付	-154	-176	-202	-249
股东融资	95	0	0	0
其他影响	-460	-71	37	44

## 主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	23.4%	18.2%	27.2%	31.9%
EBIT增长率	40.3%	1.6%	40.5%	39.5%
归母公司净利润增长率	76.9%	-4.2%	49.9%	42.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.4%	26.7%	26.8%	27.4%
净利率	6.5%	5.4%	6.2%	6.7%
ROE	11.7%	10.6%	13.9%	16.7%
ROIC	10.1%	9.2%	11.4%	12.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.6%	63.2%	63.2%	64.8%
流动比率	1.6	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.0	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转天数	82	81	75	73
存货周转天数	136	129	114	116
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.79	1.71	2.57	3.66
每股经营现金流	2.06	3.31	4.09	1.12
每股净资产	13.93	14.71	17.03	20.37
<b>估值比率</b>				
P/E	32	22	15	11
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	139	132	95	72

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

诚信专业发现价值

## 联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

