



Research and
Development Center

自主混动崛起核心受益，三条成长曲线全面拥抱新能源

—福达股份(603166)公司首次覆盖报告

2024年12月26日

汽车行业分析师

丁泓婧

执业编号：S1500524100004

联系电话：13062621910

证券研究报告

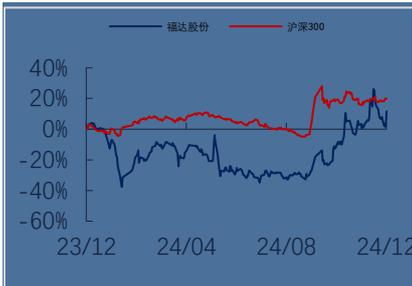
公司研究

公司首次覆盖报告

福达股份(603166)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	7.46
52周内股价波动区间(元)	8.44-4.17
最近一月涨跌幅(%)	8.59
总股本(亿股)	6.46
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	48.21

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编：100031

福达股份：自主混动崛起核心受益，三条成长曲线全面拥抱新能源

2024年12月26日

本期内容提要：

◆**第一成长曲线：曲轴基本盘稳固，由商转乘，积极扩产并拓展客户，有望深度受益混动及自主崛起。**公司以曲轴业务起家，传统燃油车曲轴市场格局稳固且产能逐步收缩，公司抓住混动及增程市场崛起的战略机遇，近年来积极开拓自主品牌头部客户并持续扩张新产能，配套包括比亚迪、吉利、奇瑞、理想、赛力斯等新能源客户。2024至2026年，公司业绩有望保持高增长，主业三重深度受益于：

(1) 混动销量高增长带来新增曲轴需求旺盛，但曲轴优质产能供给不足的供需“剪刀差”；

(2) 公司新一轮产能释放周期，曲轴产能有望倍增；

(3) 头部自主及新能源品牌崛起机遇，公司重点配套头部品牌。

◆**第二成长曲线：新能源电驱动放量在即，机器人项目从0到1。**近年来，公司大力布局新能源电驱动领域，借助曲轴客户积累不断进行客户开拓，目前已开始配套比亚迪和联合电子，并获得吉利项目定点，后续有望开拓赛力斯、小米、大众等潜力客户。此外，公司持续关注机器人产业发展，基于在高端制造领域多年积累，已组建专门的技术团队，进行机器人关键零部件产品的研发，并结合现有精密齿轮生产能力，在机器人减速器产品上已获得相应成果。24年下半年起，公司计划在机器人零部件新产品上加大研发力度，并积极拓展机器人减速器产品定点项目，实现从0到1突破。

◆**第三成长曲线：拓展海外市场，全球化战略打开新空间。**公司着眼全球市场，加大全球业务拓展力度，特别是对于中高端客户的服务能力，进一步推动其产品在海外范围内的市场认可度和渗透率。随着国内市场竞争加剧，拓展海外市场将成为公司新一轮成长的动力来源，公司海外客户包括(1)应用于工厂机械、船舶等领域的大型曲轴客户：德国MTU、芬兰瓦锡兰、道依茨等；(2)曲轴客户：日本洋马、美国康明斯、宝马等。

◆**盈利预测与投资评级：**公司受益于混动乘用车曲轴需求的增加、电驱动业务的增长、机器人零部件布局的推进以及海外市场的拓展，有望保持较快增长，估值中枢有望从传统零部件企业向新质生产力/全球化企业提升。我们预计公司2024-2026年归母净利润为1.8、2.7、3.5亿元，对应PE分别为26、18、14倍。参考可比公司估值水平，给予公司2025年28倍目标PE，对应市值76亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**乘用车市场景气度下滑、新产品研发不及预期、上游原材料涨价等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,135	1,352	1,625	2,416	3,107
增长率 YoY %	-37.5%	19.2%	20.1%	48.7%	28.6%
归属母公司净利润 (百万元)	66	104	183	268	352
增长率 YoY%	-68.5%	57.8%	76.8%	46.5%	31.2%
毛利率%	20.6%	23.8%	24.8%	26.0%	25.5%
净资产收益率ROE%	2.8%	4.5%	7.6%	10.0%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.16	0.28	0.41	0.54
市盈率 P/E(倍)	73.50	46.56	26.34	17.98	13.70
市净率 P/B(倍)	2.02	2.08	2.00	1.80	1.59

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 12 月 26 日收盘价

目录

1、汽车曲轴头部供应商，由商转乘，发力新能源	6
1.1 历史沿革：主业内功修炼、对外收购双轮驱动	6
1.2 曲轴产品占比高，覆盖国内外大多车企	7
1.3 业绩低点已过，近两年业绩实现高增长	8
2、混动销量高增长，绑定头部自主实现高增长	9
2.1 混动销量高增长	9
2.2 混动仍需发动机，优质曲轴产能紧张	10
3、第二成长曲线：新能源电驱动及机器人减速器	11
3.1 新能源发展带来电驱动需求	12
3.2 进军机器人领域，增量市场，需求广阔	14
4、第三成长曲线：海外市场	17
4.1 成立阿尔芬福达合资公司，发力国际市场业务	18
5、盈利预测、估值与投资评级	19
5.1 盈利预测及假设	19
5.2 估值与投资评级	19
6、风险因素	21

表目录

表 1：2024 年激励计划各年度公司业绩考核目标	7
表 2：激励计划首次授予的限制性股票分配情况	7
表 3：福达股份主要客户	8
表 4：曲轴行业主要参与者	12
表 5：不同加工方法的齿轮精度等级	14
表 6：公司各业务收入及毛利率预测（百万元）	20
表 7：可比公司估值对比	21

图目录

图 1：福达股份发展历程	6
图 2：福达股份股权结构（截止 24 年三季报）	6
图 3：福达股份主要产品	8
图 4：2023 年福达股份分业务营收占比（%）	9
图 5：2019-2023 福达股份所有产品销售趋势图（亿元）	9
图 6：2019-2024 年前三季度公司营业总收入及同比增速（亿元，%）	9
图 7：2019-2024 年前三季度公司归母净利润及同比增速（亿元，%）	9
图 8：2019-2024 年前三季度公司销售毛利率、净利率（%）	10
图 9：2019-2023 年公司分产品毛利率	10
图 10：新能源市场各车型不同技术类型零售销量及环比同比	10
图 11：发动机曲轴工作示意图	11
图 12：高壁垒塑造曲轴行业高集中度	12
图 13：电驱动力总成发展史	13
图 14：电驱动系统图解	13
图 15：不同齿轮精度级别及其应用	14
图 16：公司新能源电驱动高精密齿轮设备及产品	15
图 17：机器人减速机示意图	16
图 18：机器人减速器示意图	16
图 19：RV 减速器和谐波减速器区别	16
图 20：2018-2030 年中国精密行星减速机市场规模（不含人形机器人）单位：百万元	17
图 21：2023 年中国精密行星减速机竞争格局	17
图 22：2023 年中国精密行星减速机下游行业分布	17
图 23：公司海外布局历程	18
图 24：牵手阿尔芬设立合资公司	18
图 25：福达阿尔芬主营产品为大型发动机曲轴	18
图 26：公司海外客户	19

f

投资聚焦

传统业务：混动曲轴行业存在供需“剪刀差”，公司客户结构优质，新产能即将到位助力高速增长。作为曲轴行业龙头，公司乘用车客户覆盖度高于同行业可比公司，已经对主要的混动车企实现基本覆盖。公司以曲轴业务起家，由商用车转向乘用车领域，由燃油车转向新能源方向。燃油车时代，合资大厂旗下往往有曲轴产能，对外采购需求较低，导致第三方曲轴供应商规模较小。而现在崛起的混动车企大多为自主品牌或新势力，此前不具备自主生产曲轴的能力，同时从供应链安全角度，不太可能采用合资品牌车企旗下的曲轴产品，同时较多第三方曲轴供应商基于对燃油车逐步式微的预期，近年并未大幅扩产，因此混动曲轴供应格局存在较为显著的“剪刀差”。而福达近年来不断深耕混动曲轴领域，大力开拓新客户并布局新产能，有望最受益于混动销量增长带来的曲轴需求爆发趋势。

电驱动业务：大规模量产在即，构筑第二成长曲线。作为国内领先的发动机锻钢曲轴和汽车离合器制造商，公司资金与制造经验雄厚，2022年5月，公司成立新能源电驱科技分公司，引进德国、法国、瑞士、西班牙、美国、日本、韩国等国家的克林贝格齿轮检测中心、霍夫勒磨齿机、普瑞威玛珩齿机、ECM 低压渗碳系统、格里森滚齿机、埃马克车磨中心、达诺巴特外圆磨床、埃马克激光焊接中心等先进装备，组建行业一流的数智化生产线，发力电驱动精密齿轮业务，有望充分受益于电动化带来的高速低噪高精密齿轮需求提升趋势，客户包括比亚迪、吉利、联合电子等。

机器人业务：凭借精密齿轮技术基础，机器人业务开拓乘行业东风，新能源及成长性业务或超预期。公司已成立机器人技术团队，依托电驱动技术积累拓展减速器产品。以医疗康复机器人、外骨骼起步，未来向人形机器人领域拓展。我们认为公司有望以产业并购基金等形式，进行更多拓展。

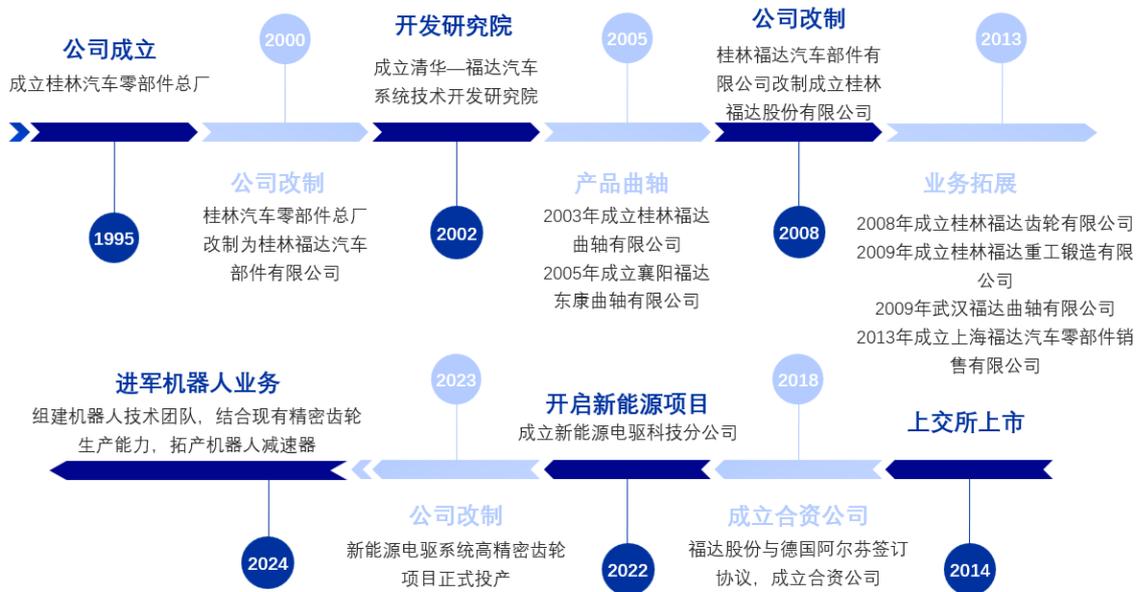
海外市场：2018年，公司与大型曲轴市场全球领导者德国阿尔芬签订合资协议，在桂林设立合资公司。2023年公司宝马项目曲轴产品实现了稳定的大批量供货；与日本洋马、康明斯等国际知名企业紧密合作，推进新产品的研发和量产；与湖南道依茨合作的曲轴项目完成生产线建设和产品样件交付，预计2024年开始量产；在大型曲轴业务方面，持续深化与德国MTU、芬兰瓦锡兰等国际知名企业的合作；与美国卡特彼勒的合作预计2024年完成交样并快速推进后期量产供货。后续，公司将进一步开发宝马、沃尔沃欧洲市场国际业务。

1、汽车曲轴头部供应商，由商转乘，发力新能源

1.1 历史沿革：主业内功修炼、对外收购双轮驱动

由商拓乘，逐步发力新能源赛道。公司成立于1995年，前身为桂林汽车零部件总厂，2000年12月改制为桂林福达汽车部件有限公司，2002年成立清华—福达汽车系统技术开发研究院，强化了技术研发能力，2014年在上海证券交易所成功上市，2018年与德国阿尔芬凯斯勒有限公司合作，成立了福达阿尔芬大型曲轴有限公司，进一步扩大了大型曲轴产品的市场份额。2020年公司为比亚迪开发混动曲轴项目，2022年开始供应理想混动车型曲轴，并积极布局新能源纯电领域，成立新能源电驱科技分公司，10月成立新能源事业部。

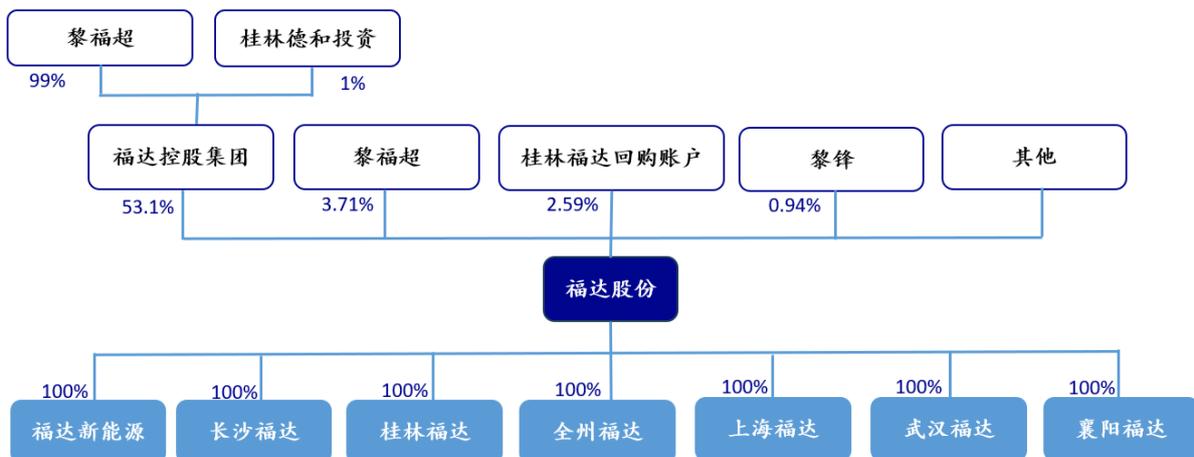
图 1：福达股份发展历程



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

股权结构集中且清晰，管理决策高效统一。公司控股股东为福达控股集团有限公司，持有公司 53.1% 的股份，实控人黎福超直/间接合计持股 56.3%，前十大股东合计持股比例为 63.9%，公司股权架构集中，控制权稳定，有助于公司在重大决策时保持高效和统一。

图 2：福达股份股权结构（截止 24 年三季报）



资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

管理结构清晰，各子公司分工明确。公司及全资子公司采用专业化分工生产模式：桂林曲轴公司、襄阳曲轴公司、长沙曲轴公司从事曲轴加工业务；桂林齿轮公司从事螺旋锥齿轮业务；离合器分公司从事离合器业务；福达锻造公司从事精密锻件业务；全州部件公司从事高强度螺栓业务；公司与 ALFING 共同设立的合资公司福达阿尔芬公司从事船机曲轴等大型曲轴业务；新能源电驱科技分公司位于太仓，从事新能源电驱齿轮业务。

公司高管持股，发布股权激励计划彰显信心。2024 年 9 月公司发布股权激励计划，计划向公司董事、高管、中层管理人员及核心技术骨干在内的 53 名激励对象授予共计 720 万股限制性股票，考核目标为 2024-2026 年扣非净利润不低于 1.5/2.2/2.9 亿元，其中，对第二类新能源电驱齿轮业务板块核心管理人员考核有单独的考核要求，即 2024-2026 新能源电驱齿轮产品收入不低于 2500 万元/1.6 亿元(或 2024 年-2025 年累计销售收入达到 1.85 亿元)/3 亿元 (2024 年-2025 年累计销售收入达到 4.85 亿元)。我们认为，股权激励计划纳入高管团队、核心管理团队及核心骨干人员，有望充分激发组织积极性，提高公司经营效率。

表 1：2024 年激励计划各年度公司业绩考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2023 年扣非净利润为基数，2024 年度扣非净利润增长率不低于 50%
第二个解除限售期	以 2023 年扣非净利润为基数，2025 年度扣非净利润增长率不低于 120%
第三个解除限售期	以 2023 年扣非净利润为基数，2026 年度扣非净利润增长率不低于 200%

激励对象为第二类新能源电驱齿轮业务板块核心管理人员的，其首次授予的限制性股票还需达到下述新能源电驱齿轮产品销售收入考核指标后方可解除限售：

第一个解除限售期	公司 2024 年度新能源电驱齿轮产品销售收入不低于 2500 万元
第二个解除限售期	公司 2025 年度新能源电驱齿轮产品销售收入不低于 1.6 亿元或 2024 年-2025 年累计销售收入达到 1.85 亿元
第三个解除限售期	公司 2025 年度新能源电驱齿轮产品销售收入不低于 3 亿元或 2024 年-2025 年累计销售收入达到 4.85 亿元

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2：激励计划首次授予的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (股)	占授予限制性股票总数的 比例	占本激励计划公告时公司 股本总额的比例
第一类人员：董事及高级管理人员、中层管理人员及其他核心人员 (45 人)				
王长顺	常务副总经理	400000	5%	0.06%
张海涛	董事、副总经理	300000	3.75%	0.05%
范帆	董事、副总经理	400000	5%	0.06%
董事及高级管理人员 (共 3 人)		1100000	13.75%	0.17%
中层管理人员及其他核心人员 (共 42 人)		4640000	58%	0.72%

第二类：新能源电驱齿轮业务板块核心管理人员 (8 人)

新能源电驱齿轮业务板块核心管理人员（共 8 人）

1,460,000

18.25%

0.24%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 曲轴产品占比高，覆盖国内外大多车企

2023 年曲轴主业占公司总收入 54.2%。公司产品包括发动机曲轴、汽车离合器、螺旋锥齿轮等零部件，以及发动机曲轴毛坯、汽车前梁等精密锻件。曲轴主业占公司总收入 54.2%，离合器、精密锻件、齿轮以及螺栓分别占公司收入的 15.4%、11.8%、7.4%和 3.4%。公司长期专注于**发动机曲轴**的研发和生产，配备先进生产装备来保障产品的加工精度和生产效率，同时积极布局**混动曲轴**业务，是国内混动曲轴龙头企业，2018 年公司与德国 ALFING 共同出资设立桂林福达阿尔芬**大型曲轴**有限公司，主要进入船舶等大型曲轴领域。

公司客户覆盖国内外 50 多家知名企业，包括**车企**比亚迪、奔驰、宝马、沃尔沃、吉利、日野、东风、陕汽、北汽福田等；**发动机企业**玉柴、康明斯、洋马、瓦锡兰、MTU、柳机、云内、道依茨等；**车桥企业**汉德、方盛、红岩等；**工程机械**三一、徐工等。

表 3：福达股份主要客户

客户类型	具体客户
车企	比亚迪、奔驰、宝马、沃尔沃、吉利、日野、东风、陕汽、北汽福田
发动机企业	玉柴、康明斯、洋马、瓦锡兰、MTU、柳机、云内、道依茨
车桥企业	汉德、方盛、红岩
工程机械	三一、徐工

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

新能源业务布局方面，公司采取“混动+纯电”的双线布局策略。在**纯电领域**，公司建设新能源电驱动系统高精密齿轮项目（一期），该项目于 2022 年 1 月开始前期工作，总投资额为 4.08 亿元，可实现年产 60 万套高精密齿轮总成的生产能力，有利于进一步加快与国内外新能源企业的合作。在**混动领域**，公司与比亚迪等多家车企建立了合作关系，为其研发和生产混动车型的曲轴产品。

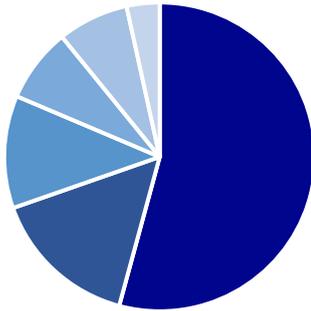
图 3：福达股份主要产品

 <p>曲轴</p> <p>公司拥有 30 多条先进的曲轴生产线，有不同系列中频淬火热处理设备，是目前国内规模较大的圆角淬火热处理中心，拥有国内领先的圆角滚压、圆角淬火强化处理技术。产品已形成商用车重、中、轻三大系列以及乘用车系列，并与国内外多家发动机厂和汽车厂配套。</p>	 <p>精密锻件</p> <p>公司引进多个国家最先进的装备，建成六条热模锻生产线，其中，拥有目前国内最大的热模锻压力机自动化生产线。主要生产发动机曲轴、汽车前轴、转向节以及工程机械、船舶机械等大型精密锻件，是中国目前规模最大、工艺装备水平最先进的全自动化精密锻件生产企业。</p>	 <p>高精密齿轮</p> <p>主要业务为设计、开发、生产、销售新能源电驱高精密齿轮，组建了新能源汽车电驱系统高精密齿轮数智化生产线。拥有抗扭曲、三截面等高精度加工技术，以及对磨齿工艺参数进行闭环控制的先进技术，能更好地降低高转速工况下电驱动系统的噪声。</p>	 <p>离合器</p> <p>主要生产膜片弹簧离合器、螺旋弹簧离合器，具有年产 60 万套离合器的生产能力，是中国汽车零部件离合器行业龙头企业，公司离合器产品被评为国家免检产品及广西名牌产品。</p>	 <p>高强度螺栓</p> <p>公司主要产品有发动机高强度系列螺栓、汽车 U 型螺栓、车桥车架螺栓、工程机械螺栓，强度等级 10.9~12.9 级。主要客户有玉柴、陕汽、东风柳汽、柳工、一汽解放、上汽红岩、三一重工、汉德车桥、方盛车桥等。</p>	 <p>齿轮</p> <p>专注于螺旋锥齿轮、发动机齿轮的生产、研发及销售，引进了具有国际一流水平的全自动可控气氛环形热处理生产线。主要产品为重卡、中卡、轻卡、工程机械驱动桥锥齿轮，主要客户为汉德车桥、方盛车桥、红岩车桥、三一重工等车桥及工程机械厂商。</p>
--	---	--	---	--	--

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 4：2023 年福达股份分业务营收占比（%）

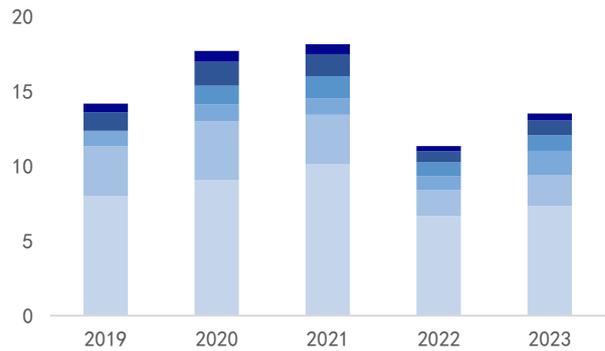
■ 曲轴 ■ 离合器 ■ 精密锻件 ■ 其他业务 ■ 齿轮 ■ 螺栓



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：2019-2023 福达股份所有产品销售趋势图（亿元）

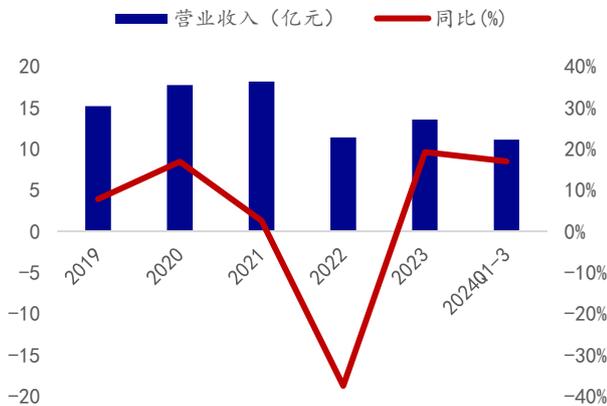
■ 曲轴 ■ 离合器 ■ 精密锻件 ■ 其他业务 ■ 齿轮 ■ 螺栓



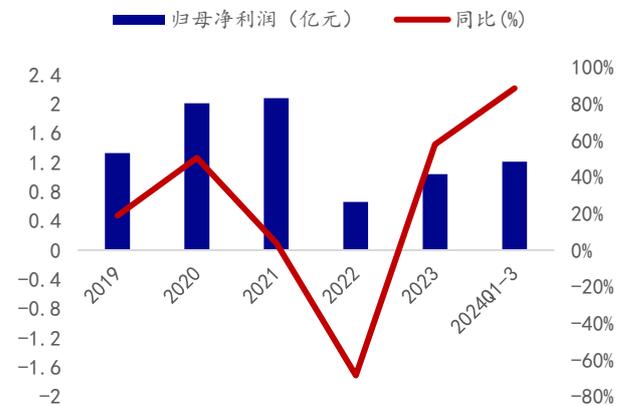
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.3 业绩低点已过，近两年业绩实现高增长

2022 年是公司业绩低点，2023 年以来保持较高增长。2016-2023 年公司营业收入由 10.2 增至 13.5 亿元，年复合增速为 4.0%，2022 年受宏观经济环境和商用车市场产销量下滑等因素冲击，公司营业收入和归母净利润均出现大幅下降，2022 年营业收入 11.3 亿元，同比下降 37.5%，归母净利润为 0.7 亿元，同比下降 68.5%。2023 年以来，得益于混动布局等，公司营收及业绩开始加速增长，2023 年、2024Q1-3 营收同比分别增长 19%、17%，净利润同比分别增长 58%、89%。

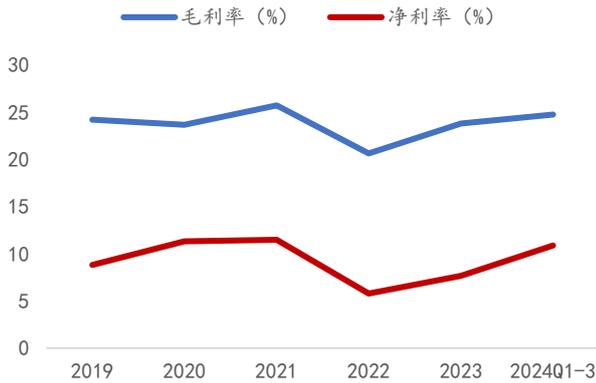
图 6：2019-2024 年前三季度公司营业总收入及同比增速（亿元，%）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

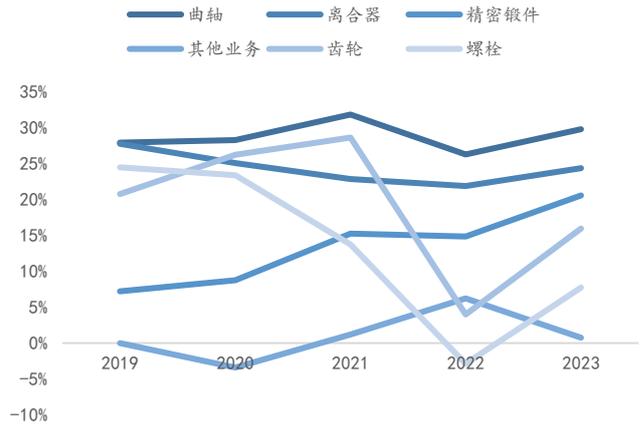
图 7：2019-2024 年前三季度公司归母净利润及同比增速（亿元，%）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

伴随商用车市场复苏，公司盈利能力 2022 年后逐步回升。2022 年受商用车市场显著下滑冲击，公司盈利能力水平触底，对应曲轴、齿轮、螺栓产品毛利率触底，近两年随着商用车市场复苏，同时公司在混动市场拓展顺利，利润率逐步向上恢复。2024 年前三季度公司实现毛利率 24.7%，净利率 10.9%，分产品看，2023 年曲轴、离合器、精密锻件、齿轮、螺栓毛利率分别为 30%、24%、21%、16%、8%。

图 8：2019-2024 年前三季度公司销售毛利率、净利率 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：2019-2023 年公司分产品毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、混动销量高增长，绑定头部自主实现高增长

2.1 混动销量高增长

混动车型有效结合燃油及纯电优势，当下具备高性价比。混动车辆通常比燃油车更省油及环保；比纯电车有更长的续航里程，没有充电焦虑。混动车辆的电池可以通过发动机和回收能量充电，不依赖充电设施，使其在充电设施部署不完善的地区具有优势。当前以比亚迪为代表的新一代混动车型相较燃油车显著降低油耗，动力性与平顺性大幅改善。PHEV 车型当前免购置税也为消费者选择混动车型提供了额外的激励。

图 10：新能源市场各车型不同技术类型零售销量及环比同比

新能源市场各车型不同技术类型零售销量、环比、同比 (2024年9月及累计)									
车型大类	技术类型	本月	同期	同比	上月	环比	本月累计	同期累计	累计同比
轿车	BEV	377,983	287,495	31.5%	332,781	13.6%	2,440,849	2,100,480	16.2%
	PHEV	170,193	71,412	138.3%	164,452	3.5%	1,015,477	514,080	97.5%
	NEV	548,176	358,907	52.7%	497,233	10.2%	3,456,326	2,614,560	32.2%
MPV	BEV	14,213	7,879	80.4%	13,736	3.5%	87,275	56,028	55.8%
	PHEV	26,638	14,897	78.8%	23,539	13.2%	163,883	108,491	51.1%
	NEV	40,851	22,776	79.4%	37,275	9.6%	251,158	164,519	52.7%
SUV	BEV	249,463	203,172	22.8%	234,201	6.5%	1,593,540	1,348,886	18.1%
	PHEV	284,694	159,581	78.4%	256,391	11.0%	1,830,902	1,063,607	72.1%
	NEV	534,157	362,753	47.3%	490,592	8.9%	3,424,442	2,412,493	41.9%
合计		1,123,184	744,436	50.9%	1,025,100	9.6%	7,131,926	5,191,572	37.4%

资料来源: 乘联分会公众号, 信达证券研发中心

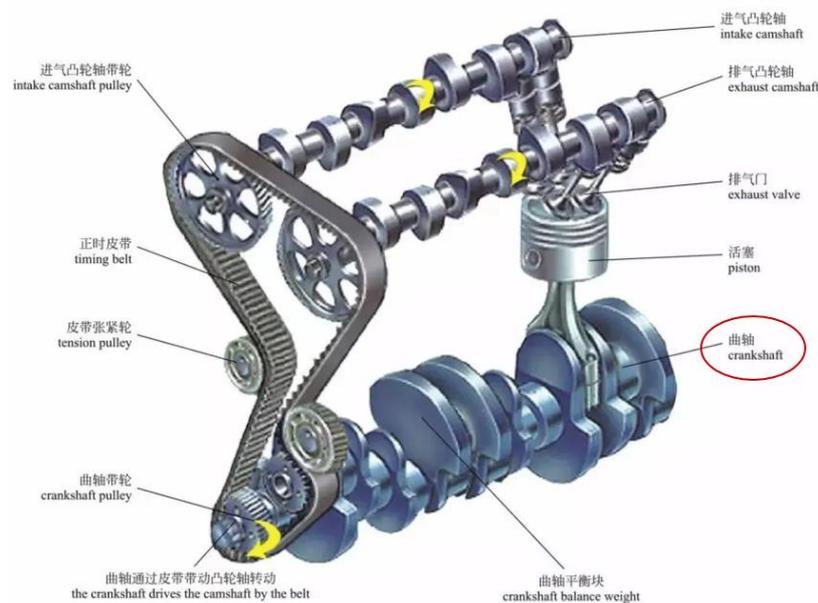
随着优质供给的不断推出，混动车的市场渗透率正在快速提升。2023 年，PHEV 车型销量快速增长至 275.4 万辆，同比增长 85.5%，在新能源汽车整体市场渗透率提升至 33.5%；HEV 车型销量为 81.5 万辆，同比增长 44%。比亚迪 DM-i 系列、理想汽车以及问界增程版等车型成为市场主力，展现了在需求端的显著潜力，随着自主品牌优质供给的加速上市，预计 PHEV 车型销量和渗透率将保持高速增长。

2.2 混动仍需发动机，优质曲轴产能紧张

混动车仍然需要发动机，而曲轴是发动机核心部件。曲轴是发动机中最重要的旋转部件，承受连杆传来的力，并将其转变为转矩输出，驱动发动机上其他附件工作，是将发动机的热能转化为机械能重要部件，具体看，曲轴受到旋转质量的离心力、周期变化的气体惯性力和往复惯性力的共同作用，曲轴应当具备足够的强度和刚度，轴颈表面需耐磨、工作均匀、平衡性好。

曲轴由曲轴前端（或称自由端）、连杆轴颈、主轴颈、曲柄、平衡块和曲轴后端凸缘（或称功率输出端）组成，是混动系统的重要部分。在混动系统中，曲轴通常与 P1 电机（ISG 电机）刚性连接，P1 电机直接套在发动机的曲轴上，使得曲轴同时充当电机的转子。这种设计允许 P1 电机在加速时辅助发动机提供动力，降低能耗；在制动过程中，P1 电机则可以作为发电机，将动能回收并逆向为蓄电池充电。因此，曲轴在混动车辆中不仅是传统发动机动力输出的关键部件，也是集成电机系统的重要组成部分，使得混动车辆能够实现更高的能效和动力性能。

图 11：发动机曲轴工作示意图



资料来源：机械自动化圈子，信达证券研发中心

混动系统对曲轴精度要求更高。混动车辆的动力系统结合了内燃机和电动机，这种结合不仅要求曲轴在高速运转时保持稳定，还需要在电动机和内燃机之间快速切换，以提供最佳的动力输出和燃油效率。因此，混动车辆的曲轴必须具备更高的精度和强度，以应对更高的负荷和更频繁的动力切换，确保发动机的平稳运行和整车的性能表现。

高壁垒塑造曲轴行业高集中度，市场格局稳固，新进者少。在传统燃油车曲轴市场中，市场格局相对稳固，并呈现出明显的梯队分布。主机厂及内燃机厂对曲轴供应商有极其严格的评审流程和较长的认证周期，一般至少需要经过：(1) 样件试制样件检测；(2) 疲劳测试；(3) 跑机试验；(4) 小批量供货等几个主要步骤。内燃机的生命周期较长，在内燃机的更换周期内，曲轴产品及供应商基本是固定不变的，一旦曲轴配套供应商通过检验认证取得配套资格后，合作关系将变得较为稳固。基于此，曲轴行业高端市场的进入壁垒较大，具体包括技术、资金以及主机厂和国际汽车零部件质量体系的认证等壁垒。

图 12：高壁垒塑造曲轴行业高集中度


资料来源：东方财富网，华经产业研究院，信达证券研发中心

曲轴行业存在较大供需剪刀差，三方厂商产能扩张谨慎，公司占据较好的竞争地位。过去混动车的曲轴产能大多来自合资燃油车厂旗下公司，而现在崛起的混动车企多为自主新能源，不可能采用合资厂旗下的曲轴，同时第三方曲轴供应商出于对燃油车逐步式微的预期，近年并未大幅扩产，混动曲轴供应格局存在较为显著的供需“剪刀差”。

公司曲轴由商转乘，积极拓展乘用车客户，并布局产能，抓住混动浪潮。公司作为国内发动机锻钢曲轴、汽车离合器的主要生产企业之一，正积极把握混动汽车市场的快速发展机遇，实现从商用车到乘用车的转型，并积极拓展乘用车客户。公司通过深度绑定比亚迪，成为比亚迪 DM-i 系统核心曲轴供应商，并积极拓展新客户，现已成为吉利、上汽通用、东风乘用车、理想汽车及柳州赛克等车企混动车型曲轴及毛坯产品供应商。

表 4：曲轴行业主要参与者

公司	主要客户
天润工业	潍柴、康明斯、锡柴、上菲红、上柴、戴姆勒、国际康明斯、卡特彼勒等
辽宁五一八	潍柴、重庆康明斯、上柴、玉柴、美国康明斯、德国曼公司等
江苏松林	重汽、潍柴、上柴、一拖、锡柴、东风等
浩物股份	长安、吉利、广汽、江淮、比亚迪、奇瑞等
福达股份	比亚迪、吉利、陕汽、东风、宝马、奔驰、沃尔沃等

资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

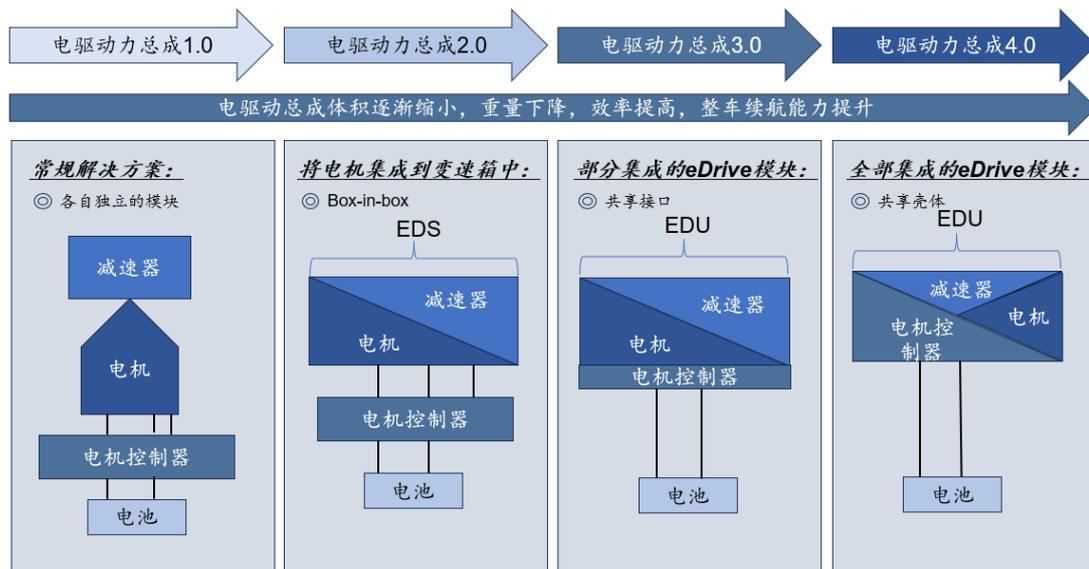
公司抓住混动浪潮，积极布局产能占据有利地位。面对新能源曲轴订单的增多，公司积极扩张产能以满足客户需求。根据公司披露，目前公司新能源曲轴订单较多，产能已达到饱和状态，为了满足客户对公司混动曲轴产品日益增长的需求，公司拟投资 4.7 亿元启动“新能源汽车混合动力曲轴智能制造项目”建设，建设 4 条新能源汽车混合动力发动机(含增程式)曲轴智能制造生产线，新增关键生产设备和精密质量检测检验设备，形成年产 100 万根曲轴的生产能力，25 年 5 月底前陆续投产，项目目标客户为新能源汽车大型车企如比亚迪、奇瑞、理想、东风、小康动力等。

3、第二成长曲线：新能源电驱动及机器人减速器

3.1 新能源发展带来电驱动需求

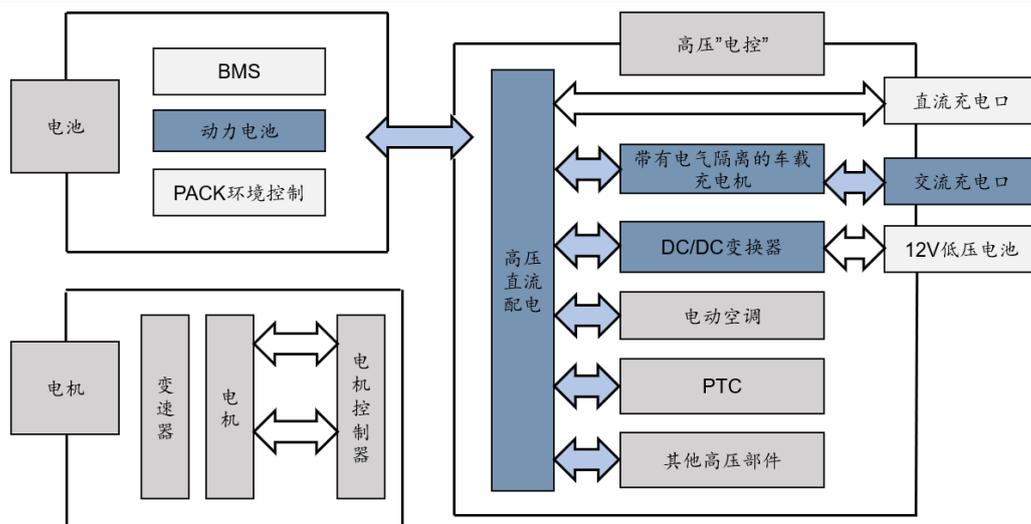
汽车电驱动系统主要由驱动电机、电机控制器、传动系统三部分组成。驱动电机利用电磁感应原理将电能转换为机械能，为汽车提供动力，是电驱动系统的核心，被视为新能源汽车的“心脏”。驱动电机性能直接决定汽车的最高车速、加速性能、最大爬坡度等动力性能。电机控制器负责控制驱动电机的电流及电压，使其按照需要的方向、转速、转矩、响应时间工作。传动系统以减速器为核心，将电机产生的动力传递到车轮。

图 13：电驱动力总成发展史



资料来源：汽修汇公众号，信达证券研发中心

图 14：电驱动系统图解



资料来源：汽车工艺师公众号，信达证券研发中心

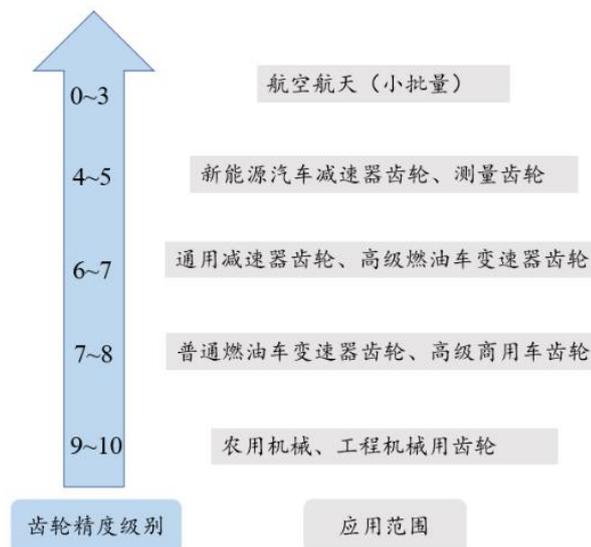
目前新能源电驱系统的发展趋势朝着电驱集成化、电机扁线化等方向快速发展。电驱集成化技术核心在于将多个动力单元及相关组件进行模块化整合，构建出高度集成的电驱动系统。三合一电驱指电机、减速器和电机控制器(MCU)的集成，“多合一”电驱方案进一步将DCDC、DCAC、OBC、PDU等关键部件纳入其中，实现更高层次的系统集成。电驱集成化能够显著提升

整车的能效与性能，优化成本效益，在新能源市场中得到广泛应用与快速发展。

双电机车型有望逐渐下探渗透，双电机车型逐步渗透带动单车齿轮价值量翻倍式提升。随用户对于新能源汽车操控性能、安全性等需求的不断提升，搭载双电机（驱动电机）的车型逐渐增多。相对于单电机，双电机可有效提升汽车动力及操控性能，提升用户体验及安全性，其动力性能及安全保障也为未来更高阶智能驾驶提供有效支持。我们统计当前约 30 款主流纯电车型双电机配置，其中 20-25 万元区间占比 27.6%，25-30 万以区间占 31.0%，30 万以上占 41.3%，我们预计随着市场对双电机的优异性能的需求逐步放大，叠加技术升级带来双电机配置成本的下降，双电机车型渗透率有望逐渐提升。一般对于纯电车型而言，双电机驱动需要两套减速器装置，意味着单车齿轮价值量翻倍式提升，我们认为随双电机车型的逐渐渗透，有望进一步刺激减速器齿轮的需求增长，为国内齿轮厂商带来增量机遇。

电动化促进高速低噪的高精密齿轮需求增长。燃油汽车动力系统的转速普遍为 7000 转/分，新能源汽车的电驱动系统转速大于 10000 转/分，传动系统转速的大幅提升带来齿轮精度和噪音要求的提升，对高速低噪的中高端齿轮需求不断增长。

图 15：不同齿轮精度级别及其应用



资料来源：双环传动公告，信达证券研发中心

齿轮加工方法有滚齿、铣齿、插齿、梳齿、刨齿、剃齿、珩齿、磨齿、挤齿等，其中精度最高的加工方式为磨齿，一般用于新能源汽车齿轮、机器人齿轮等高精度齿轮。海外磨齿机厂商主要有莱斯豪尔（瑞士）、格里森（美）、利勃海尔（德）、卡帕（德）等，进口磨齿机价格在 1000 万元左右，高效磨齿机价格昂贵，且海外供应商产能有限；国内供应商在加工精度、加工效率、加工稳定性等方面与海外厂商存在一定差距。

表 5：不同加工方法的齿轮精度等级

齿轮加工方法	工作精度（ISO1328）	最高精度（ISO1328）	表面质量 Ra（ μm ）
滚齿	7-5	4	3.2-1.6
插齿	8-6	5	6.3-3.2
剃齿	7-6	5	3.2-1.6
珩齿	7-6	6	0.8-0.2
磨齿	6-4	3 级以上	0.8-0.2

资料来源：王立鼎等《精密、超精密圆柱渐开线齿轮的加工方法》，信达证券研发中心

制造高精密齿轮的壁垒高，份额有望向头部集中。具体看，壁垒在于：1）资本充足，采购

足够数量昂贵的生产设备；2) 具备较大生产规模，与生产设备厂商建立良好联系，并提前预定设备产能；3) 具备齿轮行业人才，通过较长时间去优化生产工艺，提高产能利用率与产品良率。因此，我们认为高精密齿轮的发展将推动齿轮行业向头部集中。

福达成立分公司，引进先进设备发力新能源电驱动齿轮。作为国内领先的发动机锻钢曲轴和汽车离合器制造商，公司资金与制造经验雄厚，2022年5月，公司成立新能源电驱科技分公司，投资4.08亿元建设新能源汽车电驱动系统高精密齿轮智能制造建设项目，产能60万套，依托曲轴客户进行拓展，已小批量配套比亚迪、联合电子、吉利。

设备方面，公司引进德国、法国、瑞士、西班牙、美国、日本、韩国等国家的克林贝格齿轮检测中心、霍夫勒磨齿机、普瑞威玛珩齿机、ECM 低压渗碳系统、格里森滚齿机、埃马克车磨中心、达诺巴特外圆磨床、埃马克激光焊接中心等先进装备，组建行业一流的数智化生产线。

图 16：公司新能源电驱动高精密齿轮设备及产品



资料来源：福达股份官网，信达证券研发中心

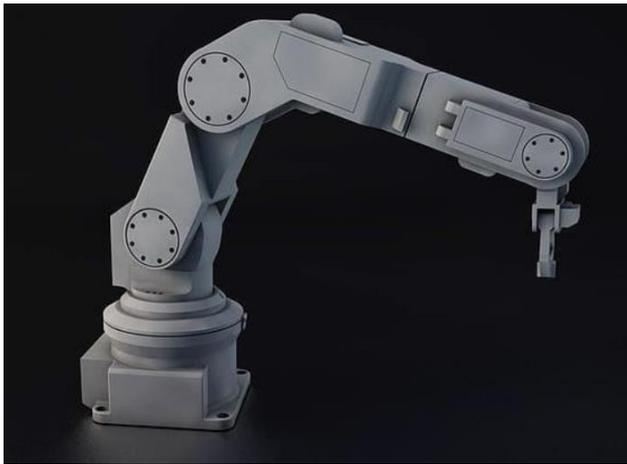
3.2 进军机器人领域，增量市场，需求广阔

减速器是工业机器人的三大核心器件之一，占机器人成本构成的 15%左右，决定着机器人精度、稳定性、负荷能力三个核心指标，尤其对精度的影响大，主要作用为放大扭矩、运动控制、反作用力平衡等。

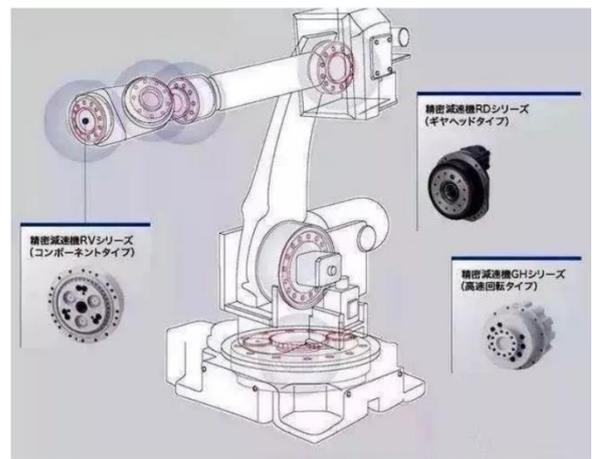
1) 放大扭矩：机器人的电机通常提供高速低扭矩的输出，但机器人在执行任务时需要较大的扭矩来克服摩擦、惯性和外部负载，减速器将电机的扭矩放大。

2) 运动控制：减速器能够使机器人更精确地控制运动，实现复杂的轨迹和位置要求。

3) 反作用力平衡：减速器可以平衡由于惯性和负载形成的反作用力。

图 17：机器人减速机示意图


资料来源：搜狐，科脑机器人，信达证券研发中心

图 18：机器人减速机示意图


资料来源：搜狐，技成培训网，信达证券研发中心

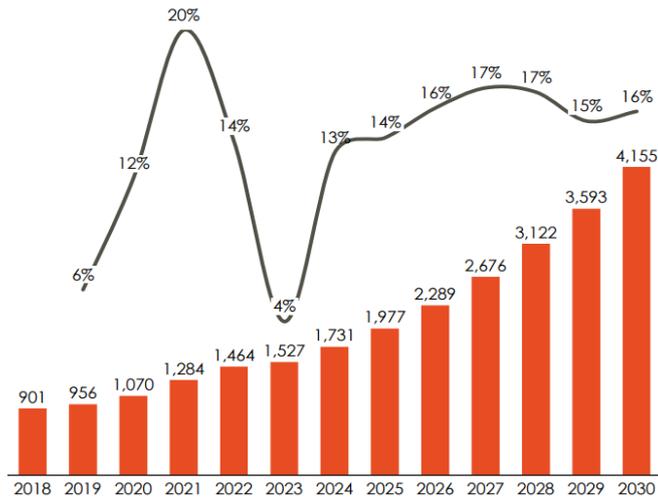
减速机是连接动力源和执行机构的中间机构，具有匹配转速和传递转矩的作用。按照控制精度划分，减速机可分为一般传动减速器和精密减速机。一般传动减速机控制精度低，可满足机械设备基本的动力传动需求。精密减速机回程间隙小、精度较高、使用寿命长，更加可靠稳定，应用于机器人、数控机床等高端领域。精密减速机种类较多，包括 RV 减速机、谐波减速机、摆线针轮行星减速机、精密行星减速器等。RV 减速机负载大，主要用于工业机器人；行星减速机负载和精密度适中，价格较低，主要用于人形机器人；谐波减速机体积小、传动比高、精密度高，同时用于工业机器人和人形机器人。

图 19：RV 减速器和谐波减速机区别

	精密行星减速机	RV减速机	谐波减速机
产品定义	传动结构主要由行星轮、太阳轮、内齿圈三部分组成的精密减速机，其结构简单并且传动效率高，多安装在伺服电机上，用来降低转速，提升扭矩，精确定位	通过多级减速实现传动，一般由行星齿轮减速器的前级和摆线针轮减速器的后级组成，组成的零部件较多	通过柔轮的弹性变形传递运动，主要由柔轮、钢轮、波发生器三个核心零部件组成
示意图			
产品性能	大体积、传动效率高、承载能力强	大体积、高负载能力、高刚度	体积小、传动比高、精密度高
应用场景	目前行星减速机已应用于四足机器人和小型仿人机器人中	一般应用于多关节机器人中机座、大臂、肩部等负重载的位置	主要应用于机器人小臂、腕部和手部
终端领域	自动化产线、机器人技术、航空航天、医疗器械、精密测量设备、新能源设备	汽车、运输、港口码头等行业中通常使用配有RV减速器的重负载机器人	3C、半导体、食品、注塑、模具、医疗等行业中通常使用谐波减速机组成的30KG负载以下的机器人
优点	传动效率高，承载力强、抗冲击和振动性能好，运动平稳。结构简单，成本相对谐波、RV低	负载能力强	与RV及其他精密减速机相比，谐波减速机使用的材料、体积及重量大幅度下降
缺点	单级精密行星减速机传动比小，多级减速的长度重量限制其使用场景。需要定期维护，高精度高效率等特殊要求会带来更高的制造成本	重量、体积较大	由于柔轮的反复变形，存在疲劳强度的问题，承载力有限

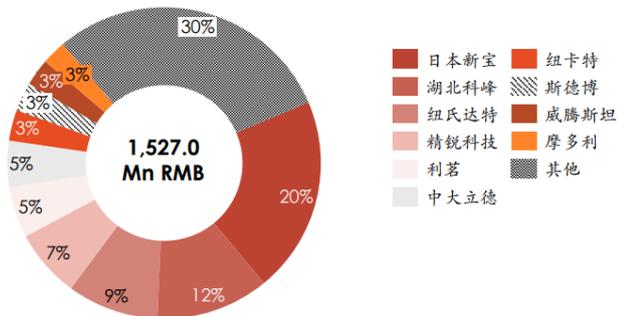
资料来源：M2 觅途咨询，数局公众号，信达证券研发中心

根据 M2 觅途咨询数据，2023 年中国精密行星减速机市场规模约 15.27 亿元，随着自动化、智能化产品在需求端释放和技术革新的发展下精密行星减速机有望实现增长突破，预计 2030 年中国精密行星减速机的市场规模将达 41.55 亿元。

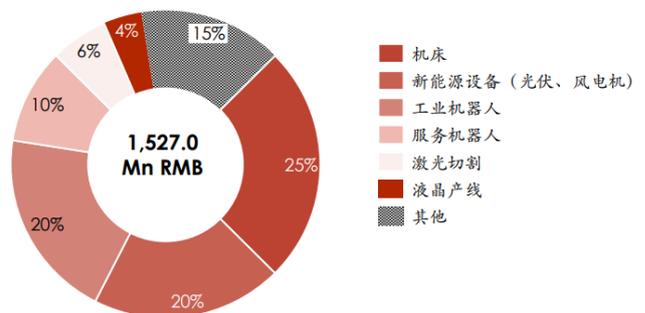
图 20：2018–2030 年中国精密行星减速机市场规模（不含人形机器人）单位：百万元


资料来源：M2 觅途咨询，数局公众号，信达证券研发中心

精密行星减速机行业头部企业集中度高，外资企业占据主要市场份额，国产化程度有待提高。在国内精密减速机市场中，一半以上的精密行星减速机产品由排名前五名的生产企业制造生产；在主要的十家精密行星减速机企业中，外资企业占据 70% 的市场份额；其中日本新宝的市场份额最大，占比 20%；湖北科峰作为中国市场排名第二，国产品牌中排名第一的精密行星减速器制造企业，其占比为 12%；内资品牌纽氏达特紧随其后排在第三位，占比为 10%；位于第四和第五位的企业均为台资品牌，精锐科技和利茗，占比分别为 7% 和 5%

图 21：2023 年中国精密行星减速机竞争格局


资料来源：M2 觅途咨询，数局公众号，信达证券研发中心

图 22：2023 年中国精密行星减速机下游行业分布


资料来源：M2 觅途咨询，数局公众号，信达证券研发中心

公司已成立机器人技术团队，依托电驱动技术积累拓展减速器产品。以医疗康复机器人、外骨骼起步，未来向人形机器人领域拓展。我们认为公司有望以产业并购基金等形式，进行更多拓展，产品布局方向为减速器、丝杠、丝杠螺母等。

4、第三成长曲线：海外市场

4.1 成立阿尔芬福达合资公司，发力国际市场业务

海外业务新起点，公司上市以来发力国际市场业务。2014年公司上市后，组建开展国际化业务的团队，旨在实现产品更大规模的出口，并进入全球跨国公司如沃尔沃、宝马等顶尖车企的供应商体系中，实现业务的国际化扩张。

图 23：公司海外布局历程



资料来源：东方财富网，中国财富网，证券时报网，经济观察报，信达证券研发中心

2018年，公司与大型曲轴市场全球领导者德国阿尔芬签订合资协议，在桂林设立合资公司。合资公司中，由阿尔芬负责技术及海外客户支持，公司负责生产运营及管理支持，双方各占股 50%。合资公司落地后，阿尔芬逐步把“长度为 1.6-8.0 米的曲轴”的国内业务转移至合资公司旗下，公司成功承接 ALFING 在国内的业务，同时，公司借助阿尔芬在大型曲轴市场中的全球领导者地位，取得曲轴技术领先地位，并基于阿尔芬已有客户开拓国际化大客户，寻求与曼恩中国、瓦锡兰中国、MTU China 等知名行业公司的深入合作，并成功拓展船舶、核能发电、大型动力机械等高端装备制造制造业客户，公司综合竞争实力进一步提升。

图 24：牵手阿尔芬设立合资公司



资料来源：福达控股集团官网，信达证券研发中心

图 25：福达阿尔芬主营产品为大型发动机曲轴



资料来源：福达阿尔芬官网，信达证券研发中心

海外客户及订单落地顺利，拓展欧洲市场。2023年奔驰曲轴毛坯产品销售额同比增长超过 90%，宝马项目曲轴产品实现了稳定的大批量供货；与日本洋马、康明斯等国际知名企业紧

密合作，推进新产品的研发和量产；与湖南道依茨合作的曲轴项目完成生产线建设和产品样件交付，预计 2024 年开始量产；在大型曲轴业务方面，持续深化与德国 MTU、芬兰瓦锡兰等国际知名企业的合作，多款明星产品已成功开发并投入量产；与美国卡特彼勒的合作取得积极进展，公司预计 2024 年完成交样并快速推进后期量产供货。后续，公司将进一步开发宝马、沃尔沃欧洲市场国际业务。

图 26：公司海外客户

大型曲轴客户



德国MTU，世界领先的柴油发动机制造商，其柴油发动机功率从35kw-9000kw，广泛用于舰船、重型汽车和工程机械、铁路机车



芬兰瓦锡兰，全球领先的海洋和能源市场创新技术和生命周期解决方案的领导者，是船厂、船东、航运企业和近海海洋工程项目领域重要的动力供应商



道依茨，世界领先的创新驱动系统制造商，致力于开发、生产、分销和维修适用于非公路应用的功率范围高达 620 kW 的驱动解决方案

曲轴客户



日本洋马，专门从事柴油发动机、农用机械和建筑机械等产品的研发、制造与销售



美国康明斯，全球动力技术先行者，产品囊括柴油及天然气发动机、发电机组、交流发电机、排放处理系统、涡轮增压系统、燃油系统、控制系统、变速箱、制动技术、车桥技术、滤清系统，以及氢能制造、存储及燃料电池等



宝马，以高级轿车为主导，并生产享誉全球的飞机引擎、越野车和摩托车的企业集团

资料来源：德国 MTU 官网，瓦锡兰官网，道依茨官网，洋马官网，康明斯官网，BMW 官网，信达证券研发中心

5、盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测及假设

公司各业务收入及毛利率预测假设如下：

曲轴板块：公司曲轴产品优势显著，得益于国内混动车型上量，曲轴行业供需剪刀差存在，以及公司出海布局，我们认为未来营收有望保持较高速增长，预计 2024-2026 年曲轴业务营收分别为 9.0、14.7、19.2 亿元；未来曲轴业务毛利率有望保持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 28%、29%、28%。

电驱动齿轮业务：公司电驱动齿轮于 2024 年开始量产，随着新能源电驱动需求上升、客户定点落地、产能扩张，综合考虑股权激励目标，预计 2024-2026 年公司营收将稳步提升，分别有望达到 0.3、1.8、3.3 亿元，毛利率有望受益于产能爬坡，预计 2024-2026 年毛利率分别为 10%、18%、25%。

离合器板块：离合器主要用于燃油车型，整体相对稳定，预计 2024-2026 年对应业务营收有望基本稳定，分别为 2.2、2.5、2.7 亿元，预计 2024-2026 年对应业务毛利率分别为 24%、24%、24%。

精密锻件板块：精密锻件业务整体相对稳定，预计 2024-2026 年公司精密锻件业务营收分别为 1.8、1.9、2.1 亿元，预计 2024-2026 年毛利率分别为 20%、20%、20%。

齿轮业务：齿轮业务整体相对稳定，我们预计 2024-2026 年公司人形机器人业务营收分别为 1.2、1.4、1.6 亿元；滚珠丝杠产品技术壁垒强，预计 2024-2026 年毛利率分别为 15%、20%、20%。

螺栓业务：螺栓业务整体相对稳定，我们预计 2024-2026 年营收分别为 0.5、0.6、0.6 亿元，随着商用车市场恢复，预计 2024-2026 年毛利率将逐步恢复至正常水平，分别为 10%、15%、18%。

表 6：公司各业务收入及毛利率预测（百万元）

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总计	营业收入	1,134.7	1,352.3	1,624.8	2,415.7	3,107.3
	营业成本	900.6	1,030.6	1,253.5	1,812.5	2,314.2
	毛利	234.1	321.7	371.2	603.2	793.2
	毛利率 (%)	21%	24%	23%	25%	26%
曲轴	营业收入	667.0	733.0	900.0	1,470.0	1,920.0
	营业成本	492.0	515.1	648.0	1,043.7	1,382.4
	毛利	174.9	218.0	252.0	426.3	537.6
	毛利率 (%)	26%	30%	28%	29%	28%
离合器	营业收入	172.0	208.5	227.4	247.7	267.5
	营业成本	134.4	157.8	172.8	188.3	203.3
	毛利	37.6	50.7	54.6	59.4	64.2
	毛利率 (%)	22%	24%	24%	24%	24%
精密锻件	营业收入	93.7	159.6	175.6	193.1	212.4
	营业成本	79.8	126.8	140.3	154.5	170.0
	毛利	13.9	32.8	35.3	38.6	42.5
	毛利率 (%)	15%	21%	20%	20%	20%

电驱动业务	营业收入			25.0	180.0	330.0
	营业成本			22.5	147.6	247.5
	毛利			2.5	32.4	82.5
	毛利率 (%)			10%	18%	25%
齿轮	营业收入	73.6	99.9	119.9	137.9	158.6
	营业成本	70.7	84.0	101.9	110.3	126.9
	毛利	2.9	15.9	18.0	27.6	31.7
	毛利率 (%)	4%	16%	15%	20%	20%
螺栓	营业收入	35.7	46.4	51.1	56.2	61.8
	营业成本	36.8	42.8	45.9	47.7	50.7
	毛利	-1.0	3.6	5.1	8.4	11.1
	毛利率 (%)	-3%	8%	10%	15%	18%
其他业务	营业收入	92.6	104.9	125.8	130.9	157.0
	营业成本	86.8	104.1	122.1	120.4	133.5
	毛利	5.8	0.8	3.8	10.5	23.6
	毛利率 (%)	6%	1%	3%	8%	15%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.8、2.7、3.5 亿元, 参考可比公司估值水平, 给予公司 2025 年 28 倍目标 PE, 对应市值 76 亿元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值对比

公司名称 (代码)	收盘价 (2024/12/26)	EPS (元)				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
双林股份 (300100)	31.05	0.2	1.02	1.01	1.22	51.86	30.44	30.74	25.45
双环传动 (002472)	31.86	0.96	1.22	1.52	1.83	27.2	26.11	20.96	17.41
贝斯特 (300580)	25.58	0.78	0.65	0.82	1.01	39.02	39.35	31.20	25.33
均值							32.0	27.6	22.7

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 可比公司 EPS 预测采用一致预期

6、风险因素

- 1) 乘用车市场景气度下滑。** 公司需求受下游乘用车市场景气度高度相关, 若公司终端配套车企销量下滑, 公司营收及业绩或面临不及预期风险。
- 2) 新产品研发不及预期。** 公司拓展机器人减速器业务, 研发人员经验或不能充分复用, 设备采购及调试或不及预期, 相关研发进度或慢于预期。
- 3) 上游原材料涨价。** 公司原材料中钢材成本占比较高, 上游原材料价格波动会对公司利润率造成较大影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,142	1,148	1,430	1,952	2,641	
货币资金	220	152	273	466	740	
应收票据	36	32	41	60	78	
应收账款	329	390	452	456	603	
预付账款	28	56	110	143	185	
存货	330	327	321	456	576	
其他	200	191	233	371	459	
非流动资产	2,103	2,285	2,322	2,343	2,364	
长期股权投资	69	65	65	65	65	
固定资产(合计)	1,517	1,479	1,418	1,430	1,407	
无形资产	123	183	219	252	295	
其他	395	558	621	596	598	
资产总计	3,245	3,433	3,752	4,295	5,005	
流动负债	721	974	1,208	1,483	1,841	
短期借款	388	524	524	529	534	
应付票据	178	190	451	646	900	
应付账款	118	135	183	238	315	
其他	37	126	50	70	93	
非流动负债	143	141	136	136	136	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	143	141	136	136	136	
负债合计	864	1,115	1,344	1,618	1,977	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,381	2,318	2,408	2,676	3,028	
负债和股东权益	3,245	3,433	3,752	4,295	5,005	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,135	1,352	1,625	2,416	3,107
同比(%)	-	19.2%	20.1%	48.7%	28.6%
归属母公司净利润	66	104	183	268	352
同比(%)	-	57.8%	76.8%	46.5%	31.2%
毛利率(%)	20.6%	23.8%	24.8%	26.0%	25.5%
ROE%	2.8%	4.5%	7.6%	10.0%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.16	0.28	0.41	0.54
P/E	73.50	46.56	26.34	17.98	13.70
P/B	2.02	2.08	2.00	1.80	1.59
EV/EBITDA	16.69	16.16	10.00	9.08	7.09

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,135	1,352	1,625	2,416	3,107	
营业成本	901	1,031	1,222	1,788	2,314	
营业税金及附加	14	12	15	21	26	
销售费用	29	38	45	72	93	
管理费用	63	68	71	106	131	
研发费用	79	87	97	145	186	
财务费用	6	14	25	23	21	
减值损失合计	-8	-5	-8	-18	-15	
投资净收益	-10	-9	4	5	9	
其他	38	18	50	57	70	
营业利润	63	107	195	305	400	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	63	107	195	305	400	
所得税	-3	3	12	37	48	
净利润	66	104	183	268	352	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	66	104	183	268	352	
EBITDA	249	302	507	538	652	
EPS(当年)(元)	0.10	0.16	0.28	0.41	0.54	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	374	201	604	440	538
净利润	66	104	183	268	352
折旧摊销	170	174	288	210	230
财务费用	5	16	26	26	27
投资损失	7	4	-4	-5	-9
营运资金变动	131	-101	110	-79	-78
其它	-5	5	1	19	16
投资活动现金流	-206	-332	-316	-226	-242
资本支出	-194	-341	-181	-199	-209
长期投资	-22	0	-24	-32	-43
其他	10	8	-111	5	9
筹资活动现金流	-329	47	-167	-21	-22
吸收投资	0	0	-30	0	0
借款	-6	135	0	5	5
支付利息或股息	-335	-80	-89	-26	-27
现金流净增加额	-161	-85	122	193	274

研究团队简介

丁泓婧，信达证券汽车行业分析师，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，主要覆盖智能化、新势力等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。