

顺威股份 (002676.SZ)

空调风叶龙头加速布局汽车零部件，双轮驱动增长可期

公司深耕空调风叶领域三十余年，全球龙头地位稳固。背靠国资股东，“风叶+汽车”双引擎战略落地，新能源汽车零部件业务打开第二增长曲线。

- **空调风叶全球龙头地位稳固，技术壁垒与客户黏性支撑业绩增长。**公司深耕空调风叶领域三十余年，凭借完善的创新机制和对科研资源的持续投入，形成高效低噪风叶等核心技术壁垒，产品覆盖美的、格力、日立、松下等全球头部空调整机厂商。2023年塑料空调风叶业务营收14.47亿元，占总营收63.8%，毛利率达21.33%，显著高于行业平均水平。叠加海外需求增长，公司产能利用率75%，龙头地位进一步巩固。
- **纵向一体化整合产业链，横向拓展品类支撑业绩增长。**公司通过“塑料改性-模具设计制造-高效低噪塑料风叶设计”的有效结合，形成高效低噪塑料风叶产业链一体化优势，打造了空调风叶、汽车零部件、改性材料、智能装备制造的多元化智造链。2023年综合毛利率提升至17.98%；横向拓展汽车配件（毛利率22.61%）、改性塑料等业务，驱动盈利多元化。
- **“风叶+汽车”双引擎战略落地，新能源汽车零部件业务打开第二增长曲线。**2024年，公司通过收购江苏骏伟75%股权，补齐汽车电子门锁、电控部件等高附加值领域，终端客户覆盖奔驰、宝马、比亚迪、蔚来等车企，并进入特斯拉供应链。公司承接江苏骏伟强大的客户资源与技术积累，叠加其年均3000万套门锁部件产能，2024年净利润预增51%-70%，第二增长曲线逐渐成型。
- **广州开发区国资控股，汽车产业链资源优势突出。**汽车产业是广州开发区第一大产业，广开投集团是区属唯一智能制造和先进制造领域产业投资和运营平台，近年来深度布局智能网联和新能源汽车产业链，并积极布局低空经济。公司作为广开投集团唯一控股的上市公司，股权结构与公司治理结构相对稳定，有望持续获实控人及控股股东的资源支持。
- **公司塑料空调风叶龙头地位稳固。**同时汽车零部件业务承接优质客户与供应商网络，补齐高附加值领域，该业务有望成为核心增长极。首次覆盖，给予“增持”评级。预计公司24-26年收入分别为27.2\32.3\34.5亿元，yoy分别为20\19%/7%，24-26年归母净利分别为0.55/0.85/0.95亿元，对应当前市值PE为77.5/50.2/44.9倍。
- **风险提示：**汽车业务相关风险、原材料价格波动、需求下滑风险、与被收购企业的融合度

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2100	2267	2718	3232	3451
同比增长	-2%	8%	20%	19%	7%
营业利润(百万元)	44	41	68	112	126
同比增长	21%	-5%	65%	63%	13%
归母净利润(百万元)	42	35	55	85	95
同比增长	24%	-17%	57%	54%	12%
每股收益(元)	0.06	0.05	0.08	0.12	0.13
PE	100.9	121.3	77.5	50.2	44.9
PB	3.7	3.6	3.5	3.3	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

TMT及中小盘/中小市值
目标估值：NA
当前股价：5.93元

基础数据

总股本(百万股)	720
已上市流通股(百万股)	720
总市值(十亿元)	4.3
流通市值(十亿元)	4.3
每股净资产(MRQ)	1.7
ROE(TTM)	3.8
资产负债率	63.6%
主要股东	广州开投智造产业投资集团
主要股东持股比例	29.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	41	57
相对表现	-7	22	47

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

董瑞斌 S1090516030002
dongruibin@cmschina.com.cn
郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn

正文目录

一、 空调风叶领域龙头，“风叶+汽车”打造新引擎	4
1、 纵向一体化整合产业链，横向拓展品类支撑业绩增长。	4
2、 广州开发区国资控股，汽车产业链资源优势突出	5
3、 核心业务稳步经营	8
二、 行业发展潜力巨大，增速迅猛	10
三、 战略收购江苏骏伟，做大做强汽车零部件领域	12
1、 业务布局形成规模经济，产能充分灵活承接新业务需求	12
2、 依托产业链一体化优势，打造多元化制造链	14
3、 新领域开拓，打造第二增长曲线	16
四、 盈利预测	18
五、 风险提示	19

图表目录

图 1 公司发展历程图	4
图 2 公司与海内外汽车领域头部企业合作	5
图 3 顺威股份股权结构图	6
图 4 广州开发区投资集团汽车产业图谱	7
图 5: 公司 2024Q1-Q3 实现营收 20.39 亿元（单位：百万元）	8
图 6: 公司 2024Q1-Q3 实现归母净利润 0.43 亿元（单位：百万元）	8
图 7: 塑料空调风叶贡献公司主要营收（单位：百万元）	8
图 8: 2023 年公司塑料空调产品实现毛利 3.08 亿元（单位：百万元）	8
图 9: 2023 年公司四大主营业务营收占比达 95.3%	9
图 10: 2023 年公司四大主营业务毛利占比达 99%	9
图 11 公司毛利率呈缓慢上升趋势	9
图 12: 2023 年公司国内业务营收占比提升迅速	10
图 13: 公司海外业务毛利率逐年提升	10
图 14 2024 年中国家用空调销售 2.01 亿台，同比增长 17.8%（单位：万台）	11
图 15 家电领域应用占比达 37%	11
图 16 2024 年新能源产销保持较快增长（单位：万辆）	12

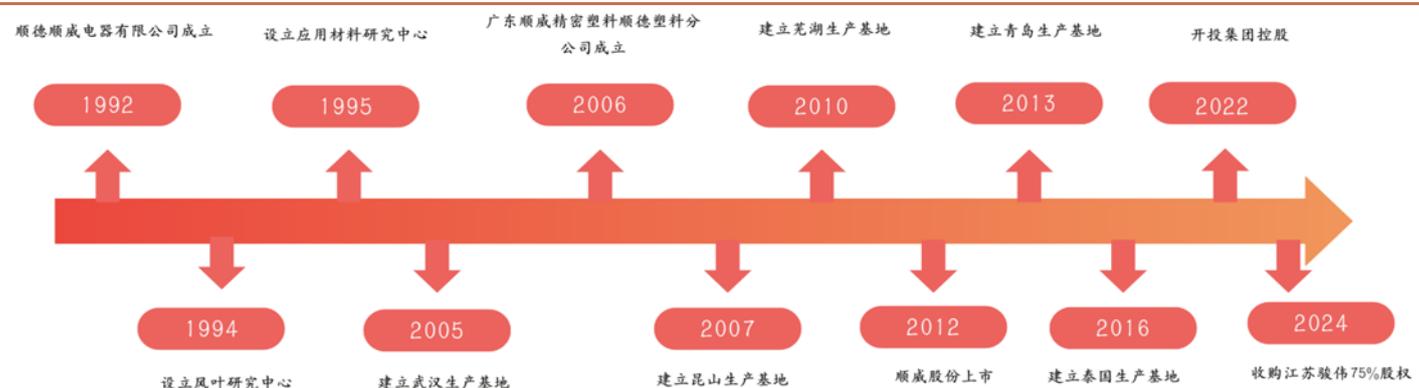
图 17 公司 2017 年旗下全资子公司顺威（泰国）有限公司正式建成投产	13
图 18 顺威股份产能利用率保持稳健高效	14
图 19 顺威股份打造多元智造链	14
图 20 顺威股份精密模具研究中心	15
图 21 公司直接人工费呈现降低趋势（单位：百万元）	16
图 22 2024 年净利润预计增长 51%-70%（单位：百万元）	17
图 23 江苏骏伟目标公司主要产品应用于世界主流汽车品牌	18
表 1: 公司新兴业务毛利率显著高于传统核心业务	9
表 2: 销售收入结构预测	18
附: 财务预测表	20

一、空调风叶领域龙头，“风叶+汽车”打造新引擎

1、纵向一体化整合产业链，横向拓展品类支撑业绩增长。

全球空调风叶细分领域龙头企业，风叶全球市场占有率达 35%。顺威股份成立于 1992 年，总部位于广东省佛山市顺德区，2012 年在深交所主板上市，是一家涵盖空调风叶、汽车零部件、改性材料、智能装备制造四大业务的全球化智能制造产业集团，全球空调风叶领域龙头企业和汽车电子门锁细分领域领先企业，为全球客户提供空调风叶及风道开发和“模塑料一体”，以及汽车电控门锁部件精密制造一站式解决方案。

图 1 公司发展历程图



资料来源：公司官网，招商证券

先进技术沉淀助力制造链延伸。公司专注于技术改进，实行创新驱动，不断精进持续领先的设计和技术研发优势，拥有国内顶尖的高效低噪塑料风叶研发能力以及风叶制造基地，对空调风叶的结构、叶形、风道特征、流场等拥有丰富的设计研发经验，建立有省级工程技术研究中心。公司以高效低噪塑料风叶及风机、模具、材料为核心，打造风叶、汽车零部件、新材料、模塑组件组成的多元化智造链，产品获得国内外知名空调整机厂商的认可，具有较强的市场竞争力。

瞄准新能源风口，“风叶+汽车”双引擎驱动公司第二增长曲线。公司未来战略保持在风叶领域品牌、规模、研发优势的同时，全力发展汽车零部件产业，围绕“风叶+汽车”产业发展定位，充分发挥公司在研发、制造和品质方面的优势，积极布局高端制造业、新能源汽车零部件行业，提升新质生产力。

客户黏性强，产品服务各领域头部企业。公司立足于与海内外知名公司合作，长期以来实现了优质客户资源的积累，产品服务于各领域头部企业，产品质量赢得市场和客户口碑，公司新兴核心业务汽车产品服务客户包括尼得科 (Nidec)、德国凯毅德 (Kiekert)、美国恩坦华 (Inteva)、加拿大麦格纳 (Magna)、德国博泽 (Brose)、美国博格华纳 (BorgWarner)、法国佛吉亚 (Forvia)、法国法雷奥 (Valeo) 等国际知名工业和汽车系统制造商，终端配套客户包括梅赛德斯-奔驰 (Mercedes-Benz)、宝马 (BMW)、丰田 (Toyota)、大众 (Volkswagen) 以及

国内比亚迪（BYD）、蔚来（NIO）、小鹏（XPeng）、理想（Li Auto）等新能源汽车整车厂。家电业务服务客户包括美的（Midea）、格力（Gree）、海尔（Haier）、大金（Daikin）、松下（Panasonic）等国际知名企业。公司整体客户资源优秀，凸显公司品牌效应。

图 2 公司与海内外汽车领域头部企业合作

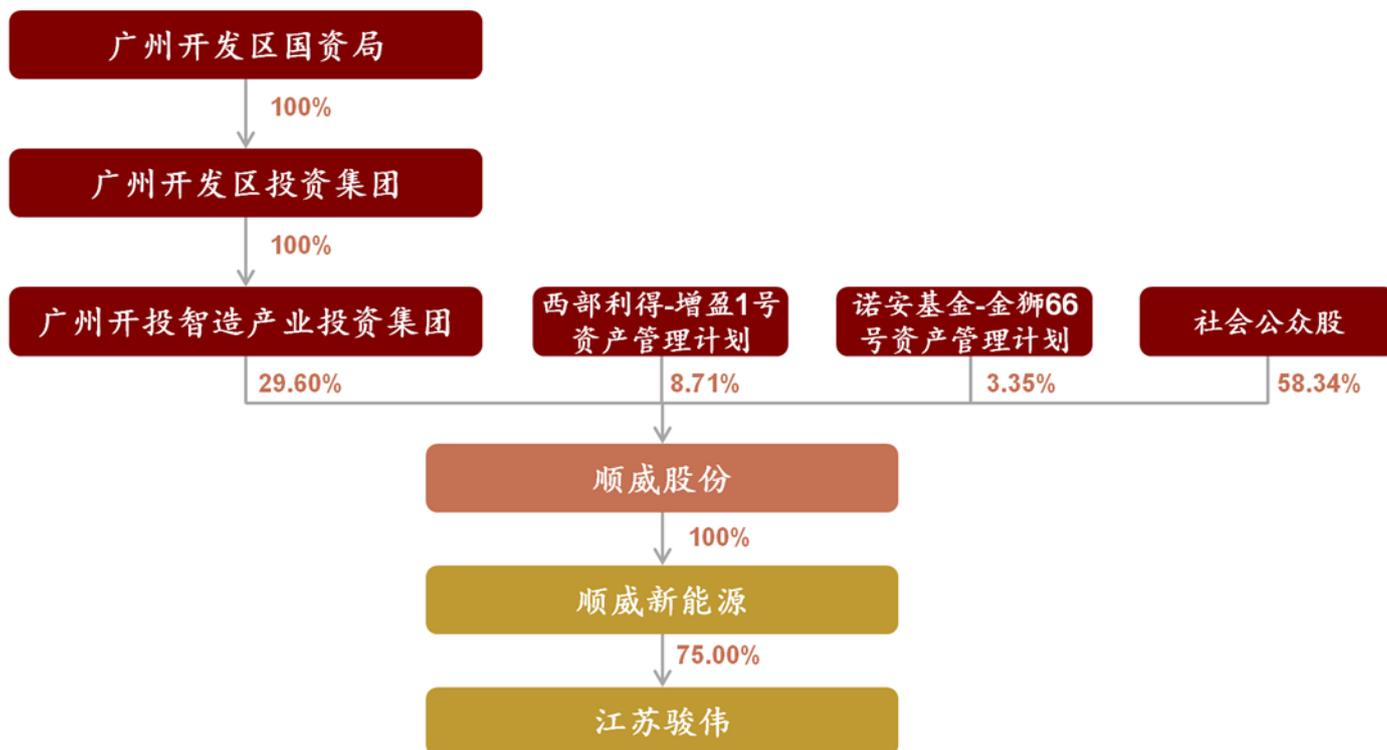


资料来源：公司公告，招商证券

2、广州开发区国资控股，汽车产业链资源优势突出

广州开发区投资集团唯一控股的上市公司，公司治理结构较稳定。2021 年，广州开发区的国有资本投资运营平台广州开发区投资集团（简称“广开投集团”），以 10.4 亿元总金额先后收购顺威股份共 28.33% 股权。2022 年一季度，顺威股份从无实控人状态变为地方国企，成为广开投集团控股的上市平台。截至 2024 年三季度末，广开投集团通过全资子公司广州开投智造产业投资集团持有公司 29.60% 股权；除控股股东外，公司其余股东的股权结构相对分散。

图 3 顺威股份股权结构图



资料来源：公司公告，招商证券 注：截至 2024 年三季度末

实控人汽车产业资源优势突出，助力公司打造第二增长曲线。广州开发区是国务院批准的首批国家级开发区，在国家级经开区综合发展水平中连续 8 年排名全国第二。其中，汽车产业是广州开发区第一大产业，已形成一条涵盖装备制造、零部件、整车制造及智能出行应用等环节的全产业链条；据《科技日报》，广州开发区拥有规模以上汽车制造业企业 83 家，年整车产能 96 万辆，聚集了文远知行、如祺出行等数十家智能定位、雷达探测、自动驾驶等产业链上下游相关企业。广开投集团于 2017 年 8 月改制组建成立，是区内唯一智能制造和先进制造领域产业投资和运营平台，近年来深度布局智能网联和新能源汽车产业链，围绕整车品牌、车载芯片、智能座舱、自动驾驶、动力电池、车载传感器、车身、结构与材料等核心产业环节投资企业超 40 家。在广开投集团控股后，顺威股份在继续保持风叶领域品牌、规模、研发优势的同时，全力拓展新能源汽车零部件、汽车材料产业，完成并购汽车电子门锁领先企业江苏骏伟，打造公司第二增长曲线。

图 4 广州开发区投资集团汽车产业图谱



资料来源：广州开发区投资集团，招商证券

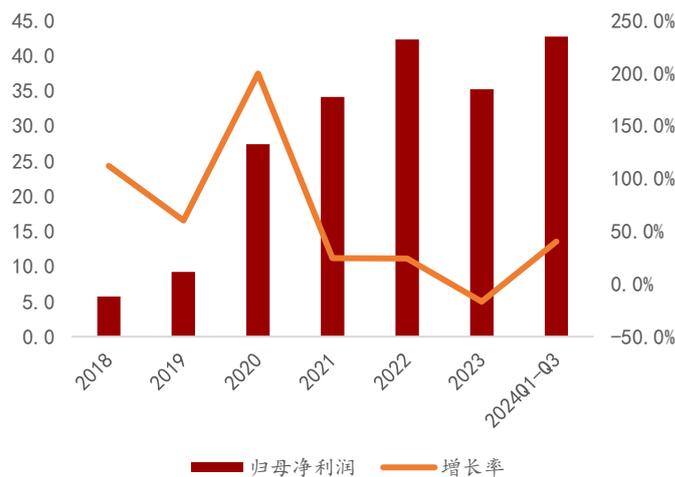
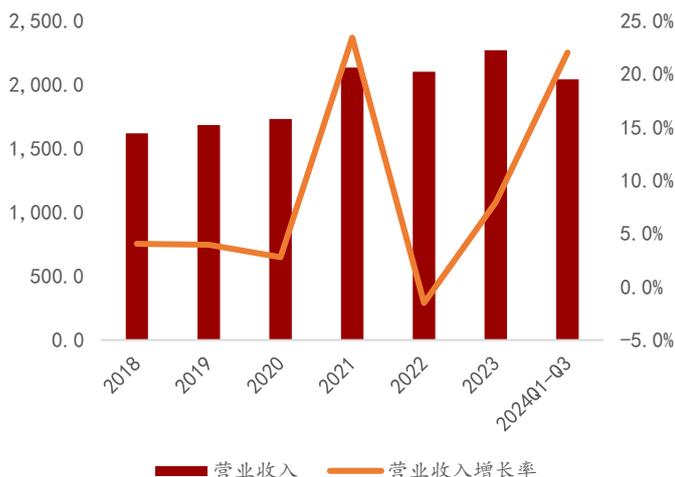
广州开发区抢抓低空经济战新产业发展机遇，公司持续关注低空经济等新兴行业动态。2023年10月，广州开发区在全市首发《广州开发区（黄埔区）促进低空经济高质量发展的若干措施》，是粤港澳大湾区综合力度最大、低空经济产业链条覆盖范围最广的专项支持政策之一。2024年以来，广开投集团积极布局低空经济，瞄准低空经济上下游产业链开展产业投资和产业招引。一是与低空经济上市公司亿航智能签署全面战略合作协议，旗下广州开发区交投集团与亿航智能成立合资公司；二是战略投资小鹏汇天，助力小鹏汇天全球首个大规模量产的飞行汽车智造基地在广州开发区落地；三是旗下广州开发区交投集团与广州产投共同发起设立总规模100亿元的低空产业创投基金。据顺威股份投资总监在国新基金生态大会暨2024广州开发区产业投资发展大会的发言，公司可为低空企业提供机身、螺旋桨、护翼、连接器、起降支撑架等领域的材料整体解决方案，实现产品所需的轻量化、高强度、耐腐蚀、可加工等材料特性。据交易所互动平台信息，公司及下属子公司暂未开展低空经济类相关业务；未来，公司及下属子公司将持续关注低空经济等新兴行业动态，根据行业发展和公司及下属子公司业务需要适时推进。

3、核心业务稳步经营

公司营收及利润端维持稳健增长。2023 年公司实现营业收入/归母净利润 22.67 亿元/0.35 亿元，分别同比+7.9%/-16.8%。2023 年归母净利润稍有下降主要是因为成本费用攀升、资产减值压力加大共同作用的结果。2024Q1-Q3 分别实现营收/归母净利润 20.39 亿元/0.43 亿元，分别同比+22.0%/+40.1%。整体来看，公司目前经营稳健，主营业务能够有效支撑业绩增长

图 5：公司 2024Q1-Q3 实现营收 20.39 亿元（单位：百万元）

图 6：公司 2024Q1-Q3 实现归母净利润 0.43 亿元（单位：百万元）



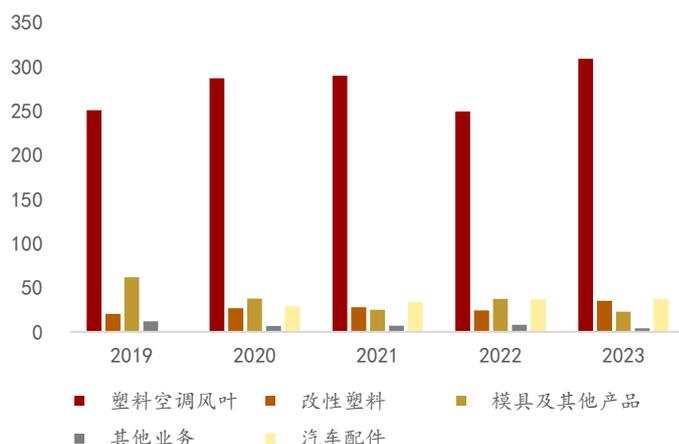
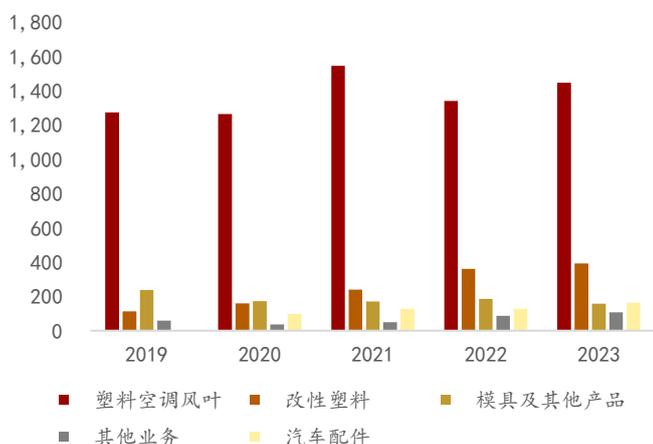
资料来源：iFinD，招商证券

资料来源：iFinD，招商证券

公司领先业务塑料空调风叶贡献公司主要营收。分业务来看，2023 年塑料空调业务实现营收 14.47 亿元，改性塑料实现营收 3.92 亿元，模具及其他产品实现营收 1.58 亿元，汽车零部件实现营收 1.64 亿元，合计贡献营收占比达到 95.3%；从毛利来看，2023 年塑料空调实现毛利 3.08 亿元，改性塑料实现毛利 0.35 亿元，模具及其他产品实现毛利 0.23 亿元，汽车零部件实现毛利 0.37 亿元，合计贡献毛利占比达到 99.0%，整体主营业务较为突出。

图 7：塑料空调风叶贡献公司主要营收（单位：百万元）

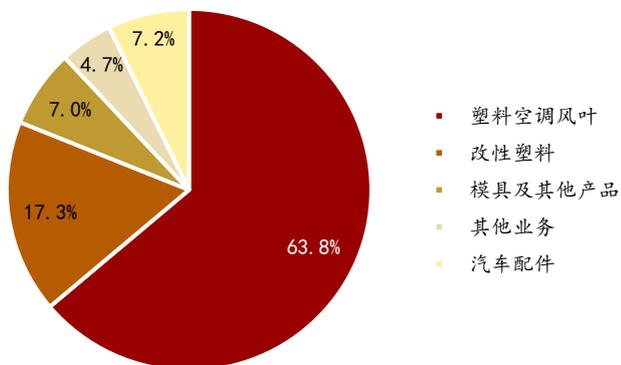
图 8：2023 年公司塑料空调产品实现毛利 3.08 亿元（单位：百万元）



资料来源：iFinD，招商证券

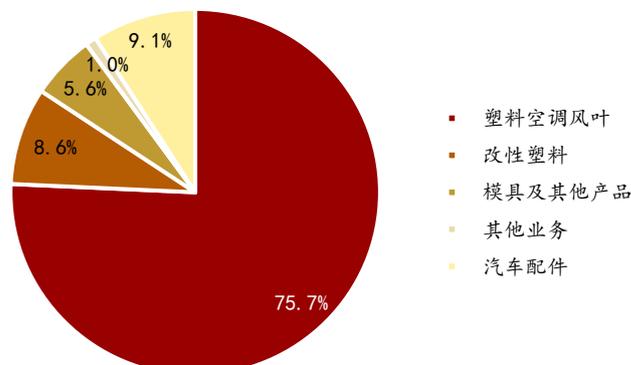
资料来源：iFinD，招商证券

图 9：2023 年公司四大主营业务营收占比达 95.3%



资料来源：iFinD，招商证券

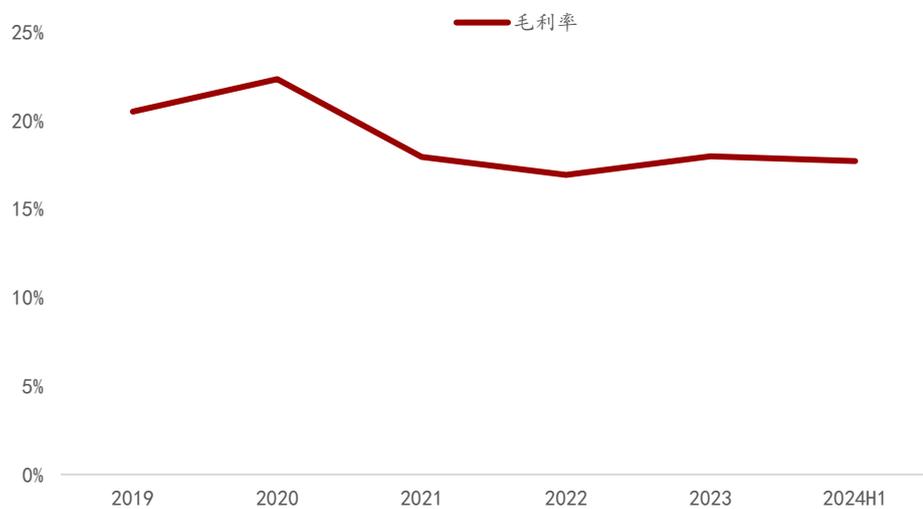
图 10：2023 年公司四大主营业务毛利占比达 99%



资料来源：iFinD，招商证券

随新兴业务逐步放量，公司毛利率不断提升。公司毛利率较为稳定，2022 年毛利率为 16.92%，2023 年毛利率为 17.98%，主要是由于产量的增长使得单位产品分摊的固定成本下降，主营产品毛利率有所上升，有望进一步推动公司营业利润提升。从各业务毛利率情况来看，公司新兴业务如汽车配件等毛利率显著高于传统的核心业务，未来随着新兴业务的逐步放量，公司毛利率有望继续提升。

图 11 公司毛利率呈缓慢上升趋势



资料来源：iFinD，招商证券

表 1：公司新兴业务毛利率显著高于传统核心业务

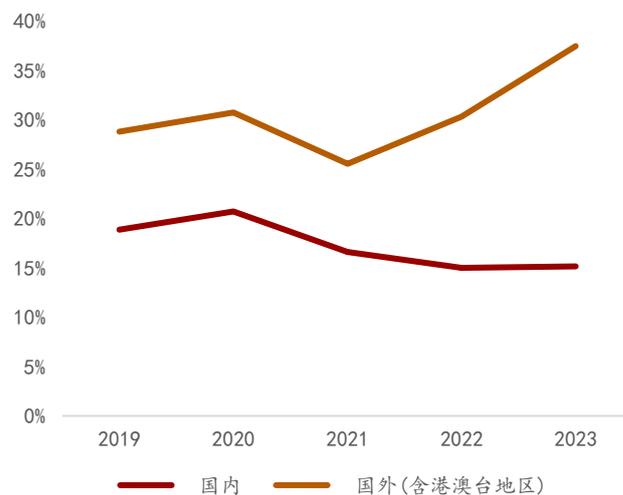
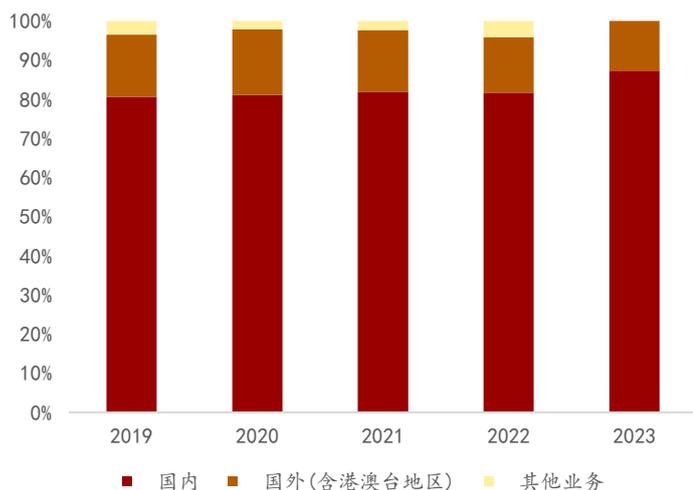
	2021	2022	2023	2024H1
综合毛利率	17.94%	16.92%	17.98%	17.70%
塑料空调风叶	18.72%	18.60%	21.33%	21.45%
改性塑料	11.61%	6.74%	8.93%	6.90%
模具及其他产品	14.67%	20.06%	14.57%	19.36%
汽车配件	26.31%	28.82%	22.61%	20.08%
其他业务	14.08%	9.13%	3.67%	4.91%

资料来源：iFinD，招商证券

公司加快国内车企市场布局，市场占有率有望快速提升。公司国内业务营业收入占比长期保持 80%以上，2023 年公司在中国大陆和海外地区分别实现了 19.78 亿和 2.89 亿的收入，占比分别为 87.26%和 12.74%，毛利率分别为 15.14%和 37.45%。2023 年国内业务营收占比提升迅速，显示公司正加快国内车企市场的布局，未来公司国内业务拓展意图明显，将进一步扩大市场份额。与此同时，海外毛利率逐年提升，有助于优化整体盈利结构，提高抗周期风险能力，为公司未来全球化扩展和业绩稳健增长奠定坚实基础。

图 12: 2023 年公司国内业务营收占比提升迅速

图 13: 公司海外业务毛利率逐年提升



资料来源: iFinD, 招商证券

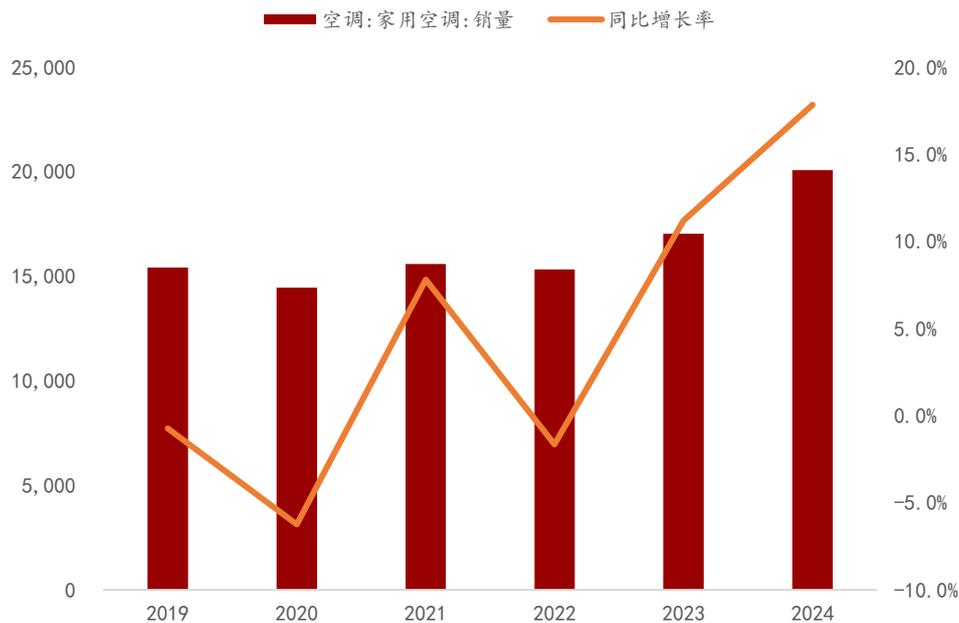
资料来源: iFinD, 招商证券

二、行业发展潜力巨大，增速迅猛

公司产业链覆盖广泛，下游市场需求潜力巨大。下游应用领域涵盖家电、汽车、电子电器、办公设备以及电动工具等多个行业。随着公司不断拓宽产品应用板块和深耕多元化市场，未来将进一步扩大业务规模，从而推动公司营业收入持续增长。

传统空调业务海外需求持续走强，新兴市场贡献行业增量。2024 年一季度，中国家用空调内销市场受各地“家电以旧换新”政策的带动，出货快速增长。同时，国内家用空调市场的存量竞争愈演愈烈，推动众多企业将拓展目标转向海外。中国企业借着自身拥有完整的本土产业链和显著的制造优势，以及国外空调增量市场空间大等因素，中国家用空调出口市场在 2024 年 3 月之后持续走高，表现超出预期，其中新兴市场贡献了大部分增量，对中国 2024 年整体空调行业规模提供强大支撑。作为空调的关键配件之一，塑料空调风叶市场也受到空调市场发展的影响。根据产业在线监测数据显示，2023 年内销出货 9,959.71 万台，同比增长 13.77%，出口出货 7,084.39 万台，同比增长 7.75%。2024 年中国家用空调销售 2.01 亿台，同比增长 17.8%。

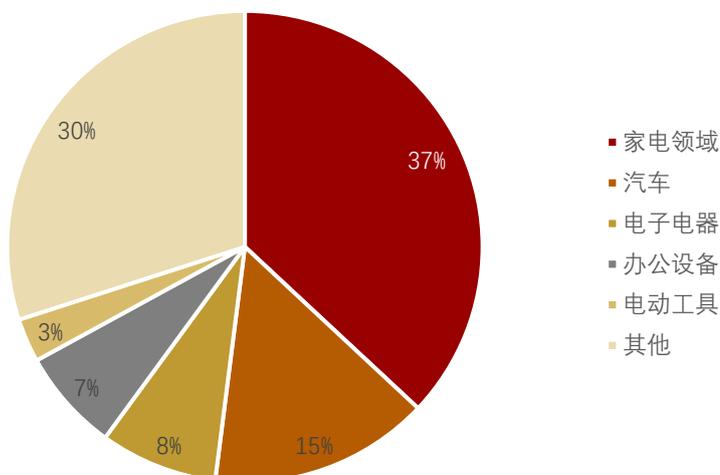
图 14 2024 年中国家用空调销售 2.01 亿台，同比增长 17.8%（单位：万台）



资料来源：iFinD，招商证券

改性塑料市场需求多元化，推动下游产业全面发展。随着下游领域对材料的性能要求不断提高，改性塑料正逐步替代通用塑料与传统材料，成为支持产业发展的重要新材料之一。为支持改性塑料行业的发展，国家出台了一系列的法规及产业政策为改性塑料行业及相关企业的发展创造了良好的政策环境。近年来，改性塑料的发展主要依托于下游产业的发展，现阶段改性塑料制品的下游应用领域较为广泛，包括家用电器、汽车工业、消费电子、信息通讯、日化家居、机械工程、医护用品等领域，同时新能源汽车、储能等新兴领域对于改性塑料制品的需求也逐渐提升。根据中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国改性塑料行业市场现状及投资咨询报告》显示，家电领域应用占比达 37%，其次分别为汽车、电子电器、办公设备、电动工具，占比分别为 15%、8%、7%、3%。

图 15 家电领域应用占比达 37%

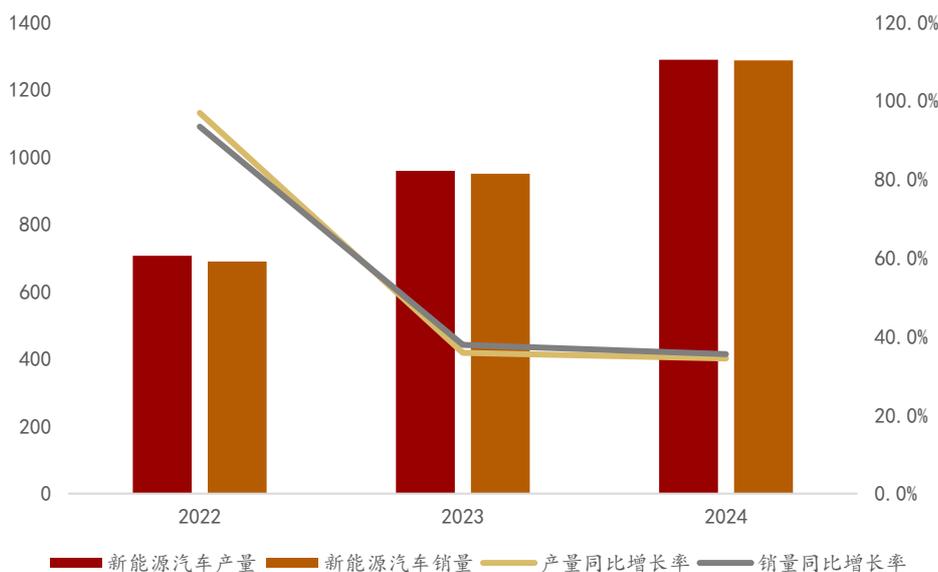


资料来源：公司 2024 年年报、《2024-2029 年中国改性塑料行业市场现状及投资咨询报告》，招商证券

新兴业务下游行业发展迅速，需求空间大。2024 年中国汽车产业国内销量同比

小幅增长，出口保持快速上升态势，对整体市场增长的贡献尤为显著。根据中国汽车工业协会数据，2024年我国汽车产销量分别达3128.2万辆和3143.6万辆，同比分别增长3.7%和4.5%。其中，汽车出口585.9万辆，同比增长19.3%，进一步巩固第一大汽车出口国地位。新能源汽车领域依然表现突出，产销保持较快增长，汽车产业转型步伐加快，市场占有率稳步提高，2024年新能源汽车产销量分别达1288.8万辆和1286.6万辆，同比分别增长34.4%和35.5%。此外，汽车结构件、内外饰及各类汽车电子产品依然占据较高的价值比例，特别是汽车电子在整车价值中的占比持续提升。展望未来，随着技术的不断创新以及市场需求的持续扩大，中国汽车零部件产业有望继续保持稳健和可持续的发展趋势。

图 16 2024 年新能源产销保持较快增长（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、人民日报、新华社、招商证券

三、战略收购江苏骏伟，做大做强汽车零部件领域

公司同意公司全资子公司广州顺威新能源汽车有限公司以人民币 48,750 万元分期付款收购骏伟实业有限公司所持有的江苏骏伟精密部件科技股份有限公司 75% 股权。目前公司本次收购的交割及付款工作已全部完成，公司全资子公司顺威新能源持有江苏骏伟 75% 股权，江苏骏伟为公司控股孙公司。根据公司公告，江苏骏伟在业绩承诺期承诺的 24-26 净利润分别为不低于 4,000 万元/5,000 万元/6,000 万元。

1、业务布局形成规模经济，产能充分灵活承接新业务需求

公司业务布局已形成规模经济，助力行业领先与国际合作。公司在全球有 13 个全球化生产基地，2 亿件年产能，40 万方总生产面积。在国内广东、江苏、山东、安徽、湖北、湖南、河北以及国外泰国等地设立有二十余家全资或控股子公司，拥有包括广东顺德、湖南湘潭、安徽芜湖、安徽合肥、江西南昌、湖北武汉、江苏昆山、山东青岛、河北邯郸、泰国春武里及墨西哥克雷塔罗在内的海内外十三

大生产基地，构建了公司各业务板块规模化生产和全球运营能力；其中，泰国生产基地主要为公司进军东南亚空调风叶市场、改性材料市场，墨西哥克雷塔罗基地为公司拓展北美的汽车零部件市场奠定了坚实基础。公司国内外多基地布局，进一步稳固公司行业领先的竞争地位，保障公司在区域辐射、物流成本、品质控制、资源整合和供货及时性方面的综合优势。同时，公司强大的研发生产能力使得品牌在行业内拥有较高的知名度，与美的、格力、大金、松下、三星、海尔、TCL、海信等国内外知名空调企业建立战略合作关系。

图 17 公司 2017 年旗下全资子公司顺威（泰国）有限公司正式建成投产



资料来源：公司公告，招商证券

产能充分，灵活承接新业务需求。公司凭借现有的固定资产布局，已构建起坚实的产能基础，足以应对新业务未来的市场需求高峰。自 2017 年起固定资产持续积累，至 2023 年已达 4.85 亿元，在建工程亦稳步推进，协同构筑起强大产能矩阵。市场供需方面，产能利用率保持稳健高效，产品供应顺畅无阻。2023 年改性塑料/汽车零部件/塑料空调风叶产能利用率分别为 90.1%/70.1%/75.0%。

势。公司下属的改性塑料研发中心具备对风叶原材料进行研发的實力，其开发的 AS 增强复合材料技术、通用塑料 AS 的增强及阻燃技术达到国内领先水平。公司通过自主研发配方生产改性 AS 塑料，不仅增加了耐候、抗菌、抗静电等新功能，还从源头提升了风叶的品控，使生产出来的风叶产品具有强度高、韧度好、阻燃、耐热性好、表面光亮、翘曲性低等的特性，产品质量稳定性更好。

技术积累保障新业务制造。公司设立的模具分公司长期致力于精密模具的设计开发及制造，同时引入先进的加工设备，为精密模具制造、精密注塑提供了有力保障，有利于公司在家电、汽车零部件的精密模具领域迈进跨越性的一步。

图 20 顺威股份精密模具研究中心

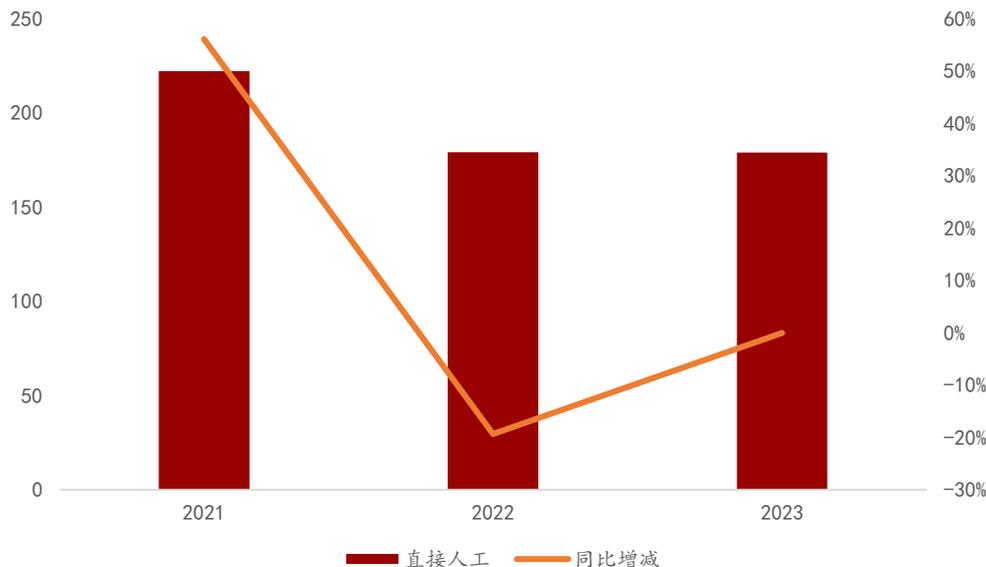


资料来源：公司官网，招商证券

研发优势实现行业领先，建筑坚固的行业壁垒。公司作为国内塑料空调风叶的龙头企业，一直致力于空调风叶系列产品的研发开发，与国内外领先的科研机构、院校保持技术合作，凭借完善的创新机制和对科研资源的持续投入，建立起了行业唯一的省级技术研究中心。目前，公司在海内外有 4 个研发实验中心，3 个省级技术中心，600 多项专利。此外，公司设有智能制造中心，依托与华中科技大学机械科学与工程学院的技术合作，自主研发生产贯流风叶定型机、风叶跳动测量机、视觉定位自动焊接机、自动平衡测量一体机、AI 视觉缺陷检测等智能化设备，为公司集成高效率的塑料空调风叶自动化生产线，大大提高公司产品稳定性以及降低用工成本。同时，公司可根据客户的需求，自主研发更高性能、更高效节能的产品，为客户带来更高技术附加产品，并提高公司的核心竞争力以及提升盈利能力。

公司推广一体化生产线，显著提升生产效率，通过与“塑料改性-模具设计制造-高效低噪塑料风叶设计”的有效结合，形成高效低噪塑料风叶产业链一体化优势。公司已将自主研发及生产的智能焊接设备及智能化动平衡机，在全公司及分子公司范围内推广使用。同时，公司全自动贯流扇叶柔性一体化生产线已在各基地全面推广，生产效率提高 30% 以上。除此之外，公司还继续对现有自动化设备进行了升级改造，生产效率、产品合格率等有较大的提升。自动化生产线助力公司精简人员，并有望逐步实现降低各项费用、提升产品质量稳定性的目标。

图 21 公司直接人工费呈现降低趋势（单位：百万元）



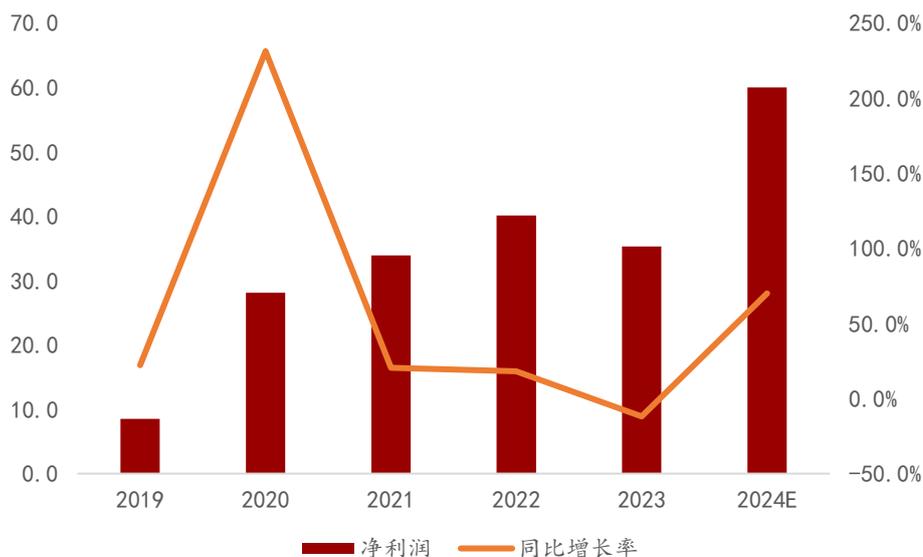
资料来源：公司年报、iFinD，招商证券

公司着力于国内外中高端市场，技术领先推动市占率提升。公司高效低噪塑料风叶业务基于自身的研发技术优势、智能制造优势、高精益工艺水平优势、产业链一体化优势、成本控制优势、就近配套优势，联动材料、模具、汽车零部件走中高端路线，深度挖掘国内外中高端市场。风叶业务致力于空调风叶研究和新产品开发，有利于公司保持研发实力的领先地位及强有力的竞争优势。智能制造以开发智能产品和自主可控的智能装置实现智能制造产业化，依托风叶业务优势，紧扣关键工序智能化、关键岗位机器人替代，对内实现了风叶智能制造并全面投入使用，加快企业转型和提质增效，对外获得了行业及客户的高度认可。材料业务通过大力推进新材料产品研发，以满足风叶客户带动的材料需求、家电材料需求、日用品材料需求以及汽车材料等多领域的市场需求。精密组件业务主要通过自身模具开发及注塑优势，扩大各基地生产布局，确保家电、汽车零部件等产品业务的稳定增长。

3、新领域开拓，打造第二增长曲线

顺威股份 2024 年净利润预计增长 51%-70%，力求通过开拓新领域和新客户打造新的增长曲线。2025 年 1 月，顺威股份发布 2024 年度业绩预告，2024 年预计盈利 5300 万元-6000 万元，同比增长 51%-70%。具体来看，公司利润大幅增长受益于国内空调市场需求的增长及海外出口的提升，借助持续提升的产品技术、质量和生产效率，塑料空调风叶的销售收入和利润均实现同比增长。此外，顺威股份积极扩展至工程塑料和汽车零部件领域，相关产品的销售收入和利润也实现了稳步增长。

图 22 2024 年净利润预计增长 51%-70% (单位: 百万元)



资料来源: iFinD, 招商证券

收购骏伟科技, 顺威股份成功布局汽车电子领域。顺威股份通过全资子公司广州顺威新能源汽车有限公司, 成功收购江苏骏伟精密部件科技股份有限公司 (“骏伟科技”) 75% 的股权, 并于 2024 年 7 月起将其纳入合并财务报表, 为公司带来了部分利润。骏伟科技的加入, 标志着公司在汽车零部件业务上的拓展, 从传统的内外饰和功能件领域, 进一步进入附加值更高的汽车电子领域, 弥补了在新能源汽车电子方面的不足。骏伟科技在行业中积累的丰富经验和稳固的客户资源提升了公司的市场影响力, 并增强了在新能源汽车零部件领域的竞争力, 为公司进一步优化业务布局并提升盈利能力奠定了基础。展望未来, 汽车零部件业务有望成为顺威股份业绩增长的重要驱动力。

顺威承接骏伟强大的客户资源与供应商网络巩固产业链。江苏骏伟主要向汽车整车厂商的一级供应商生产提供内嵌电路精密注塑类汽车零配件的设计开发、模具的生产销售、部件自动化装配、部件生产销售等服务。目标公司产品类型包括汽车电控门锁部件、动力系统电控电路部件、车门动作件及结构件、电动座椅电控部件及内饰件、尾门及天窗配件等精密注塑功能组件。目标公司主要产品应用于世界主流汽车品牌, 既包括如大众、奔驰、宝马、奥迪、保时捷、宾利、沃尔沃、路虎、通用、福特等; 也包括吉利、蔚来、理想、上汽荣威、Tesla 等新能源汽车品牌。目标公司以精密嵌件注塑为工艺核心, 建有国内东莞市、太仓市及国外墨西哥克雷塔罗市三大生产基地, 全球员工约 1,400 名, 与行业内众多知名一级供应商如麦格纳、安波福、博格华纳、博世、采埃孚、凯毅德等保持了超过 20 年的合作供应关系, 成为了世界汽车产业链中稳定可靠的重要一环。江苏骏伟深耕汽车电控门锁部件精密注塑领域 20 年, 为国内汽车电子门锁细分领域的领先企业。江苏骏伟门锁零部件量产 8 个平台化产品, 以高、低配型号变化, 适配不同汽车品牌、不同档次的车型, 其汽车电子门锁精密注塑配套模块年均产销量达到 3,000 万套以上, 可配备新下线汽车约 800 万台。

图 23 江苏骏伟目标公司产品应用于世界主流汽车品牌



资料来源：江苏骏伟官网，招商证券

公司未来有望成为汽车门锁等汽车零配件领域的领先企业。江苏骏伟在汽车电子门锁、电子电控、汽车座椅等领域有着丰富的技术积累和稳定的客户市场，以及其汽车电子产品矩阵及镶嵌注塑技术都是公司汽车零配件业务的有效延伸和拓展，有利于加快公司横向汽车精密配件业务、智能制造升级等高盈利成长性领域的产品开拓。不仅能够有效帮助公司提升汽车零配件领域的业务规模及占比，增强盈利能力，快速推进公司的业务多元化战略；此外，公司在精密模具和精密注塑等领域的产品和技术积累，并持续开发和利用控股股东的资源优势以及广州市、广州开发区强大的汽车产业资源，亦能够帮助江苏骏伟提升业务规模和盈利能力，实现双方的优势互补，增强公司盈利能力。公司通过收购江苏骏伟 75% 股权，为公司引入汽车门锁等汽车零配件领域的领先企业，符合当前市场需求以及公司业务整体发展战略。

四、盈利预测

公司塑料空调风叶龙头地位稳固，受益于国内以旧换新政策与海外出口增长，未来空调风叶领域营收增长可期。同时汽车零部件业务承接优质客户与供应商网络，补齐高附加值领域，未来该业务有望成为核心增长极。预计公司 24-26 年收入分别为 27.2/32.3/34.5 亿元，yoy 分别为 20%/19%/7%，24-26 年归母净利分别为 0.55/0.85/0.95 亿元，对应当前市值 PE 为 77.5/50.2/44.9 倍 to。

表 2：销售收入结构预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1681.9	1728.4	2132.7	2100.4	2266.9	2718.3	3232.0	3451.2
塑料空调风叶	1273.3	1264.0	1546.3	1339.8	1446.8	1668.3	1751.7	1839.3
改性塑料	111.9	158.9	238.8	359.8	391.7	375.0	400.0	426.8

模具及其他产品	238.0	171.6	170.5	186.1	157.8	120.0	129.0	138.7
其他业务	58.7	36.1	49.8	87.0	106.8	100.0	129.3	142.2
汽车配件	--	97.9	127.4	127.7	163.8	455.0	822.0	904.2
收入增长率	3.9%	2.8%	23.4%	-1.5%	7.9%	19.9%	18.9%	6.8%
塑料空调风叶	2.2%	-0.7%	22.3%	-13.4%	8.0%	15.3%	5.0%	5.0%
改性塑料	0.5%	42.0%	50.3%	50.6%	8.9%	-4.3%	6.7%	6.7%
模具及其他产品	13.0%	-27.9%	-0.7%	9.2%	-15.2%	-23.9%	7.5%	7.5%
其他业务	16.0%	-38.6%	38.1%	74.8%	22.8%	-6.4%	29.3%	10.0%
汽车配件	--	--	30.1%	0.2%	28.3%	177.8%	80.7%	10.0%
营业成本	1337.1	1342.3	1750.0	1744.9	1859.4	2204.9	2646.3	2824.4
塑料空调风叶	1022.9	977.4	1256.9	1090.7	1138.2	1312.4	1390.9	1460.4
改性塑料	91.5	132.2	211.1	335.5	356.7	341.5	366.0	388.4
模具及其他产品	176.1	134.1	145.5	148.7	134.8	102.5	109.7	117.9
其他业务	46.7	29.5	42.8	79.1	102.9	96.3	122.2	134.4
汽车配件	--	69.1	93.9	90.9	126.8	352.1	657.6	723.3
毛利率	20.5%	22.3%	17.9%	16.9%	18.0%	18.9%	18.1%	18.2%
塑料空调风叶	19.7%	22.7%	18.7%	18.6%	21.3%	21.3%	20.6%	20.6%
改性塑料	18.2%	16.8%	11.6%	6.7%	8.9%	8.9%	8.5%	9.0%
模具及其他产品	26.0%	21.9%	14.7%	20.1%	14.6%	14.6%	15.0%	15.0%
其他业务	20.4%	18.0%	14.1%	9.1%	3.7%	3.7%	5.5%	5.5%
汽车配件	--	29.4%	26.3%	28.8%	22.6%	22.6%	20.0%	20.0%

资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

原材料价格波动：原材料价格影响公司成本，若是原材料价格上涨幅度较大，将会对公司利润产生较大影响

全球经济增速放缓导致需求下滑风险：全球经济若是进入衰退，公司产品需求可能会下滑。

汽车业务相关风险：汽车行业景气度显著影响公司产品需求，若是行业整体景气度下滑，公司业务可能受到较大影响。

与被收购企业的融合度：江苏骏伟目前已并表，若是未来与公司融合度不足或导致公司业绩受到影响，同时也需注意被收购公司承诺业绩不达标的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1534	1775	2612	3078	3217
现金	189	228	261	278	228
交易性投资	5	0	15	15	15
应收票据	41	84	122	145	155
应收款项	680	839	1305	1551	1657
其它应收款	5	8	54	65	69
存货	433	436	639	767	819
其他	182	179	215	256	274
非流动资产	756	782	1114	1077	1045
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	475	485	648	615	587
无形资产商誉	103	100	265	265	265
其他	178	197	201	197	193
资产总计	2290	2557	3726	4155	4261
流动负债	986	1155	1848	2196	2219
短期借款	491	461	640	822	778
应付账款	392	555	772	926	989
预收账款	10	24	29	35	37
其他	93	114	408	413	415
长期负债	143	204	531	531	531
长期借款	66	130	418	418	418
其他	77	75	113	113	113
负债合计	1129	1359	2379	2727	2750
股本	720	720	720	720	720
资本公积金	61	61	61	61	61
留存收益	363	400	456	524	592
少数股东权益	16	16	110	124	138
归属于母公司所有者权益	1144	1181	1236	1304	1373
负债及权益合计	2290	2557	3726	4155	4261

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	46	59	(90)	(92)	76
净利润	40	35	60	98	110
折旧摊销	62	67	63	81	76
财务费用	17	22	26	26	26
投资收益	(0)	(0)	(12)	(15)	(15)
营运资金变动	(62)	(58)	(254)	(299)	(128)
其它	(11)	(7)	26	16	6
投资活动现金流	(51)	(34)	(309)	(29)	(29)
资本支出	(56)	(31)	(385)	(44)	(44)
其他投资	5	(4)	76	15	15
筹资活动现金流	15	(4)	432	138	(96)
借款变动	46	18	420	182	(44)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(17)	(26)
其他	(31)	(23)	12	(26)	(26)
现金净增加额	10	20	34	17	(50)

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2100	2267	2718	3232	3451
营业成本	1745	1859	2205	2646	2824
营业税金及附加	15	15	18	22	23
营业费用	65	84	101	113	121
管理费用	148	172	207	233	242
研发费用	68	76	90	94	100
财务费用	19	21	26	26	26
资产减值损失	(7)	(10)	(15)	(1)	(3)
公允价值变动收益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	11	12	12	15	15
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	44	41	68	112	126
营业外收入	5	2	2	2	0
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	46	39	66	109	122
所得税	6	4	7	11	12
少数股东损益	(2)	0	4	13	15
归属于母公司净利润	42	35	55	85	95

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-2%	8%	20%	19%	7%
营业利润	21%	-5%	65%	63%	13%
归母净利润	24%	-17%	57%	54%	12%
获利能力					
毛利率	16.9%	18.0%	18.9%	18.1%	18.2%
净利率	2.0%	1.6%	2.0%	2.6%	2.8%
ROE	3.8%	3.0%	4.6%	6.7%	7.1%
ROIC	3.3%	3.2%	4.0%	4.9%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	49.3%	53.2%	63.9%	65.6%	64.5%
净负债比率	25.0%	24.9%	28.4%	29.8%	28.1%
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
存货周转率	4.1	4.3	4.1	3.8	3.6
应收账款周转率	3.1	2.8	2.3	2.1	2.0
应付账款周转率	4.8	3.9	3.3	3.1	3.0
每股资料(元)					
EPS	0.06	0.05	0.08	0.12	0.13
每股经营净现金	0.06	0.08	-0.12	-0.13	0.11
每股净资产	1.59	1.64	1.72	1.81	1.91
每股股利	0.00	0.00	0.02	0.04	0.04
估值比率					
PE	100.9	121.3	77.5	50.2	44.9
PB	3.7	3.6	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。