

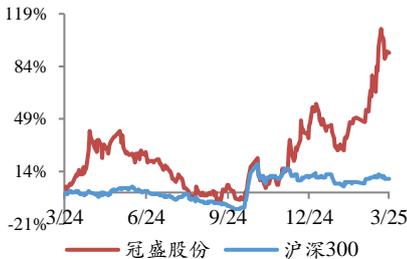
“可攻可守”的汽车后市场沧海遗珠

投资评级: 买入
首次覆盖

报告日期: 2025-03-05

收盘价 (元)	34.42
近 12 个月最高/最低 (元)	38.61/16.50
总股本 (百万股)	182
流通股本 (百万股)	177
流通股比例 (%)	97.16
总市值 (亿元)	63
流通市值 (亿元)	61

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 姜肖伟

执业证书号: S0010523060002

电话: 18681505180

邮箱: jiangxiaowei@hazq.com

分析师: 陈佳敏

执业证书号: S0010524040001

电话: 13913026286

邮箱: chenjiamin@hazq.com

主要观点:

● **冠盛股份是深耕全球汽车后市场的“一站式”服务商。**汽车后市场服务商与前装市场供应商的产业链定位不同,公司在经营上有**重服务轻制造**的特点,涉及到的经营环节包括服务、生产、采购、出口、仓储等,对综合能力要求高。目前,公司主要销售汽车底盘系统零部件,产品包括传动轴总成、等速万向节、轮毂轴承单元、橡胶减震、转角模块等。作为最早一批出海的民营企业之一,公司产品远销欧洲(2023年收入占比40%)、北美(20%)、亚非澳(20%)、南美(8%)及国内市场(11%)。2024年初,公司与吉林东驰新能源成立合资公司冠盛东驰能源(持股70%),未来将围绕**新能源固态电池**打造第二成长曲线。

● **成长逻辑上,我们认为公司既有稳健增长的汽车后市场业务,也有想象空间充足的固态电池业务,基本面上“可攻可守”:**

1. **汽车后市场(守):**后市场赛道稳定性高、空间大,国内汽车后市场服务商相比北美四大连锁在规模和市值上均有较大成长空间,随着国内平均车龄上升、后市场服务商的竞争力逐步积累完善,国内市场也有望涌现大体量、大市值的后市场服务商。公司凭借在产品、渠道、管理上的综合优势,通过在全球不断拓宽产品、延伸渠道,有望持续收获高确定性的经营成果。

2. **固态电池(攻):**固态电池具有高能量密度、高安全性等优势,即将进入快速增长阶段,未来更多应用场景的落地值得期待。2024年初公司投资固态电池领域以来的进展包括:**产品端**,已打造出产品具有高安全、长寿命、性价比的半固态电池,主要应用在储能领域,已开始相关认证工作;另外,公司也具备准固态三元锂电池的技术储备,能量密度可达380-420Wh/kg,可适用于机器人、电动飞行器等领域。**目前,公司已与机器人领域相关企业进行了初步业务洽谈对接。产能端**,合资伙伴吉林东驰已有中试线产品下线并开始陆续交付,公司的量产线预计2026年下半年建成、达产后年产量约210万支。**渠道端**,公司正在进行海外品牌注册和体系认证,已完成了欧洲市场销售产品的相关测试,并已获得部分认证。

● **投资建议:我们认为公司兼备高胜率与高赔率。**高胜率源于公司在全球汽车后市场深耕的踏实,兼具业绩的确定性和持续性;高赔率源于公司在选择第二成长曲线固态电池产品的进取,未来公司在固态电池领域的更多突破值得期待。我们预计公司2024-2026年归母净利润3.1亿、4.0亿、4.8亿元,对应增速+9%、+30%、+21%,对应2025年3月5日PE 20、16、13倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

● **风险提示:**宏观经济波动、地缘政治、贸易摩擦风险、汇率波动、新产品研发进度低于预期、新客户开拓不及预期、渠道推广低于预期、国内售后市场更换需求延后等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3180	3839	4847	6003
收入同比 (%)	8.1%	20.7%	26.2%	23.9%
归属母公司净利润	284	308	401	483
净利润同比 (%)	19.5%	8.5%	30.1%	20.5%
毛利率 (%)	27.0%	26.8%	26.9%	25.8%
ROE (%)	14.4%	13.1%	14.5%	14.9%
每股收益 (元)	1.73	1.69	2.20	2.65
P/E	13.29	20.33	15.63	12.96
P/B	1.94	2.66	2.27	1.93
EV/EBITDA	8.90	14.50	10.87	8.89

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 基本情况：深耕全球汽车后市场的“一站式”服务商	4
2 成长逻辑：攻守兼备	10
2.1 汽车后市场	10
（一）行业：稳健型，空间大	10
（二）优势：产品多，渠道久，管理仁	11
2.2 固态电池	13
（一）行业：成长型，空间大	13
（二）优势：技术储备充足，更多突破值得期待	14
3 盈利预测与投资建议：高胜率+高赔率	17
风险提示	19
财务报表与盈利预测	20

图表目录

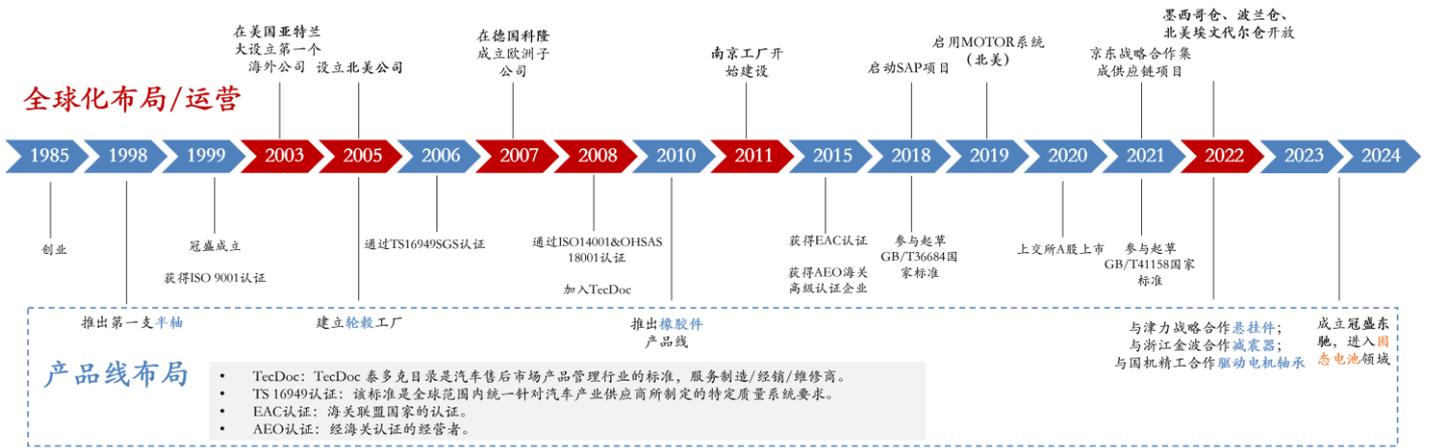
图表 1 冠盛股份发展历史	4
图表 2 冠盛股份股权结构	5
图表 3 冠盛股份近年分产品营业收入 (亿元)	6
图表 4 冠盛股份近年分产品毛利率 (%)	6
图表 5 冠盛股份近年分地区营业收入 (亿元)	6
图表 6 冠盛股份近年分地区毛利率 (%)	6
图表 7 冠盛股份在后市场的产业链定位	7
图表 8 冠盛股份财务表现上的特点	8
图表 9 冠盛股份近年营业收入情况	8
图表 10 冠盛股份近年归母净利情况	8
图表 11 冠盛股份近年期间费用率情况	9
图表 12 冠盛股份近年盈利能力情况	9
图表 13 全球汽车保有量情况 (亿辆)	10
图表 14 欧洲汽车平均车龄 (年)	10
图表 15 影响国内汽车后市场发展的原因	11
图表 16 2023-2030 年国内固态电池出货量预测 (GWH)	13
图表 17 2023-2030 年国内固态电池市场空间预测 (亿元)	13
图表 18 固态电池三类电解质材料性能对比	14
图表 19 合资公司冠盛东驰基本情况	14
图表 20 吉林东驰新能源公司发展历史	15
图表 21 冠盛东驰半固态磷酸铁锂	16
图表 22 冠盛东驰准固态三元锂产品	16
图表 23 2024 年固态电池产业化项目进展	16
图表 24 冠盛股份 2024-2026 年业绩拆分情况	18

1 基本情况：深耕全球汽车后市场的“一站式”服务商

冠盛股份是深耕全球汽车后市场底盘零部件的老牌供应商。公司创始于1985年，主要生产球笼万向节和汽车转动轴总成等产品；2001年公司的年出口量已成为全国同行业第一；2005年、2007年公司在美国和德国设立子公司开拓北美和欧洲市场，是最早一批跨出国门、在海外进行本土分销的民企之一；2022年公司陆续开放墨西哥仓、波兰仓、北美埃文代尔仓；目前，公司在全球六大洲主要国家都建立了自有GSP品牌代理经销体系，销售产品包括传动轴总成、等速万向节、轮毂轴承单元、橡胶减震、转角模块等多个系列。

2024年初公司与吉林东驰新能源成立合资公司冠盛东驰能源(持股70%)，2024年上半年冠盛东驰成立固态电池研究院、由固态电池领域资深专家谢海明教授领衔，未来将围绕新能源固态电池打造第二成长曲线。

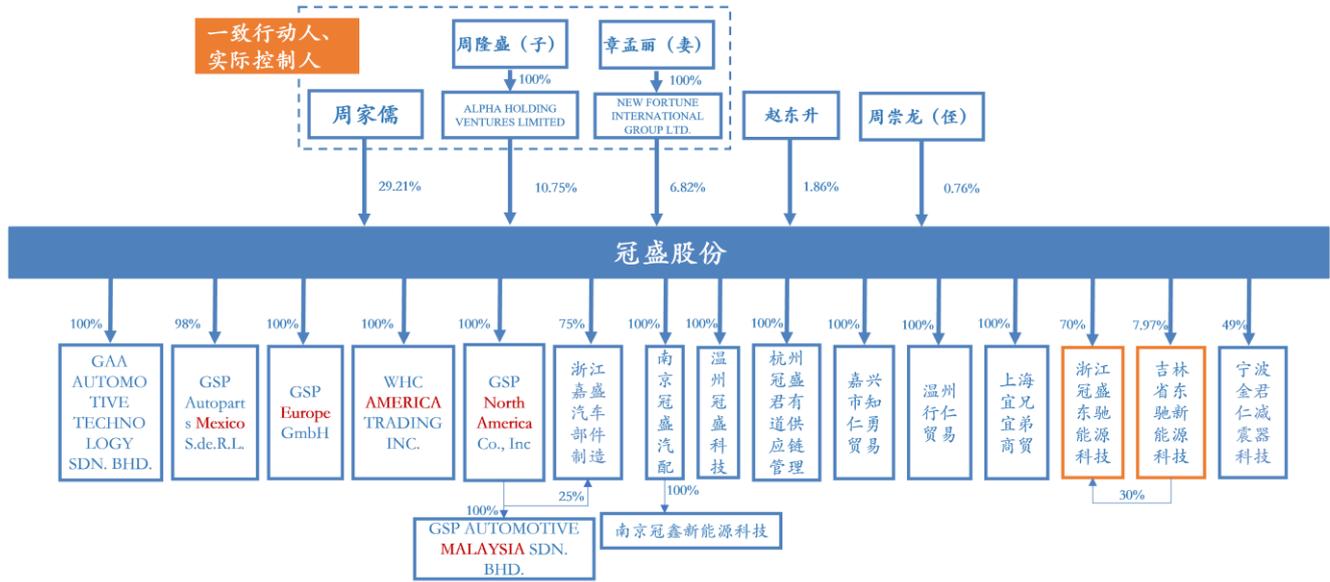
图表 1 冠盛股份发展历史



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

公司股权结构清晰，在全球多地有子公司布局。公司董事长周家儒与副董事长、总经理周隆盛为父子关系、与章孟丽为夫妻关系，截至2024年9月30日公司实际控制人周家儒、周隆盛、章孟丽合计持股46.78%。公司在北美、欧洲、墨西哥、马来西亚均有子公司布局，有利于深度开发市场并为客户提供更加快捷、有效的服务。

图表 2 冠盛股份股权结构

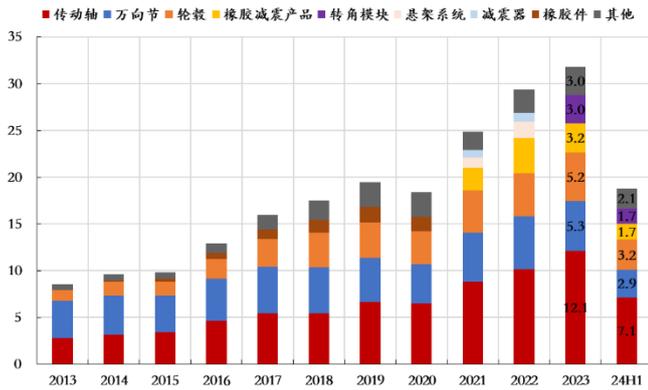


资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所，截至 2024 年 9 月 30 日

公司主要销售汽车底盘系统零部件，各产品线型号可适配全球大多数车型。公司产品包括传动轴总成、等速万向节、轮毂轴承单元、橡胶减震、转角模块等多个系列，各产品线型号基本实现了对全球主流车型的全覆盖，是国内少数能够满足客户多产品、多型号、小批量，“一站式”采购需求的汽车底盘系统零部件生产厂商之一。具体各产品：

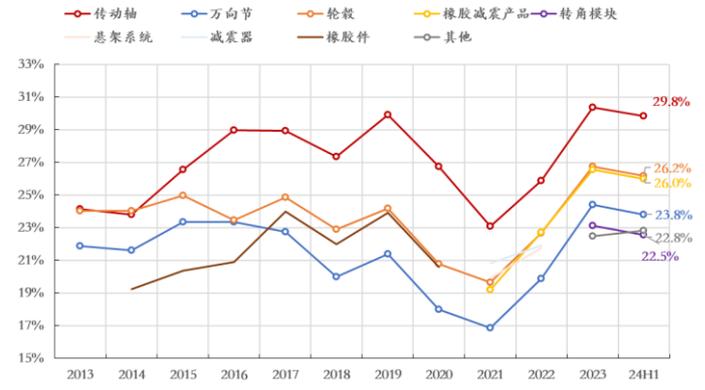
- 1) **传动轴总成**：是两个万向节直接连接的用来传递扭矩和旋转运动的总成。它是一个高转速、少支承的旋转体。对前置引擎后轮驱动的车来说是把变速器的转动传到主减速器的轴，可以由多节组成，节与节之间可以由万向节连接。2024 年上半年实现营业收入 7.1 亿元、营收占比 38%、毛利率 29.8%。
- 2) **等速万向节**：是将轴间有夹角或相互位置有变化的两转轴连接起来的零部件，并使两轴以平均角速度比等于 1 的相同角速度传递动力。它可以克服普通十字轴式万向节存在的不等速性问题，安装于变速箱输出端和轮毂输入端，广泛应用于前置前驱和前置后驱的乘用车之中。2024 年上半年实现营业收入 2.9 亿元、营收占比 16%、毛利率 23.8%。
- 3) **轮毂轴承单元**：是连接汽车悬挂机构和车轮及制动器的传动部分。它在整车中起到支承、传递动力和准确导向等功能，既能承受轴向载荷又能承受径向载荷。2024 年上半年实现营业收入 3.2 亿元、营收占比 17%、毛利率 26.2%。
- 4) **橡胶减震系列**：是一类重要的减震元件，在汽车上被广泛应用于多个系统，包括发动机、车身及悬架转向系统等，为汽车在行驶过程中提供良好的减震、隔音和缓冲效果，确保在轴向，横向及回转方向均具有隔离振动的性能。2024 年上半年实现营业收入 1.7 亿元、营收占比 9%、毛利率 26.0%。
- 5) **转角模块**：是支持汽车轮端运行的底盘模块，具有主动安全，降低噪音，提升驾驶舒适性，让驾乘体验得到全面提升。转角模块包含了悬架转向、减振器等部件。转角模块包含了转向、悬挂、减振等部件。2024 年上半年实现营业收入 1.7 亿元、营收占比 9%、毛利率 22.5%。
- 6) **其他**：2024 年上半年实现营业收入 2.1 亿元、营收占比 11%、毛利率 22.8%。

图表 3 冠盛股份近年分产品营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

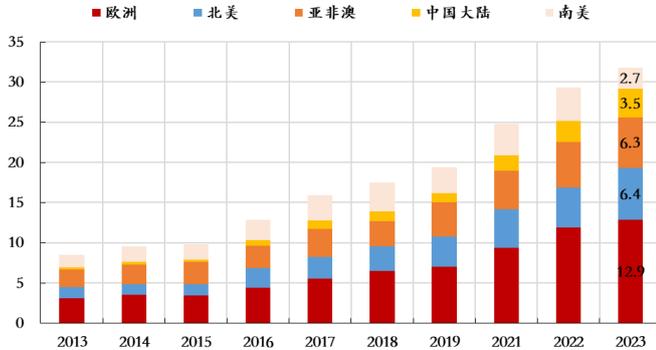
图表 4 冠盛股份近年分产品毛利率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

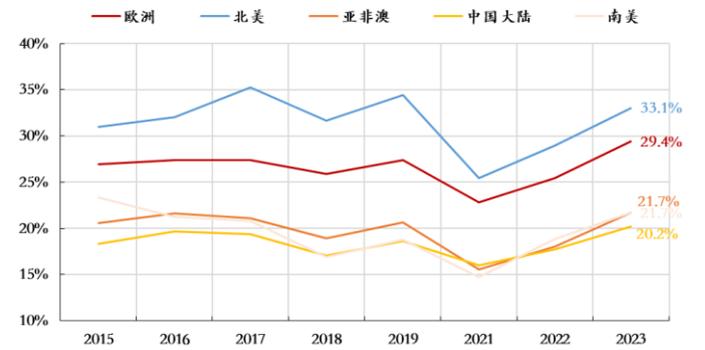
公司的销售网络遍布全球, 营业收入来自六大洲。公司营销网络已覆盖海外 120 多个国家和地区, 产品远销欧洲、北美洲、南美洲、亚洲、大洋洲和非洲六大洲。2023 年, 1) 欧洲市场: 实现营业收入 12.9 亿元、同比+8%, 营业收入占比最高、约 40%, 毛利率 29.4%; 2) 北美市场: 实现营业收入 6.4 亿元、同比+29%、增速较快, 营业收入占比约 20%, 毛利率 33.1%; 3) 亚非澳市场: 实现营业收入 6.3 亿元、同比+12%, 营业收入占比约 20%, 毛利率 21.7%; 4) 国内市场: 实现营业收入 3.5 亿元、同比+31%、增速最快, 营业收入占比约 11%, 毛利率 20.2%; 5) 南美市场: 实现营业收入 2.7 亿元、同比-36%, 营业收入占比约 8%, 毛利率 21.7%。

图表 5 冠盛股份近年分地区营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 冠盛股份近年分地区毛利率 (%)



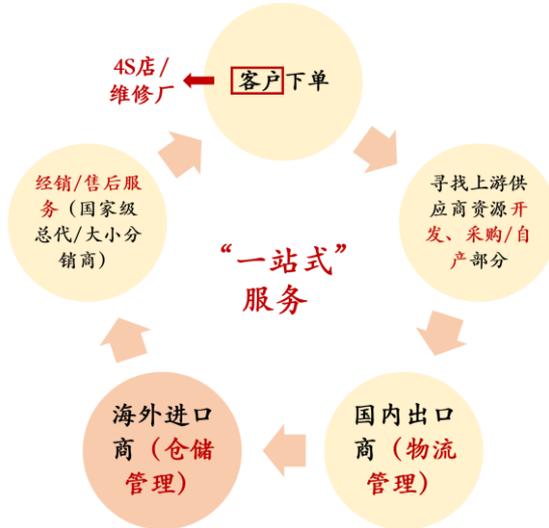
资料来源: wind, 华安证券研究所

与前装市场销售模式不同, 公司是重服务、轻制造的全球汽车后市场“一站式”服务商。前装市场的销售模式是直销, 即供应商接受整车厂委托、按照整车厂要求加工生产的零部件, 零部件主要用于组装; 而后装市场的客户群体是汽配连锁、汽配进口商、汽配分销商, 主要采用的销售模式为经销, 经销模式进一步细分为 ODM 和 OBM, 其中 ODM 即贴牌是根据客户提出的规格和要求自行研发和生产产品、产品打上客户的品牌后销售, OBM 即自有品牌是根据客户提出的规格和要求自行研发和生产产品、使用公司自己的商标“GSP”品牌或其他自有品牌, 销售给客户。

和前装市场供应商的产业链定位不同, 公司在经营上有重服务、多环节、全球化的特点, 涉及到的能力不局限于为客户生产, 还包括服务、采购、出口、仓储等, 参与的产业链环节更多样、对综合能力要求更高。

图表 7 冠盛股份在后市场的产业链定位

产业链定位：后市场“一站式”服务商



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

不同于重制造的零部件供应商，公司在财务表现上有轻投入、高效率的特点：

- 1) **轻投入：**从折旧摊销、资本开支占营业收入的比例看，公司折旧摊销占营业收入的比例相对较小，且资本开支占营业收入的比例也处于较低水平（2023年开始对新业务固态电池的投入有所增加），整体偏向轻资产运营；从研发费用率看，公司研发费用率较小，我们认为原因在于公司作为后市场服务商在面对客户需求时，不仅可以选择自行研发，也可以通过采购合适的供应链资源完成客户需求的匹配，因此即使新产品新客户增加，公司依然可以保持研发费用率保持在3-4%的较低水平。
- 2) **高效率：**作为经营上重服务、多环节、全球化的服务商，对于能够快速调动生产、备货、收款的综合管理能力要求高，从固定资产、存货、应收账款周转率看，公司的综合运营效率明显更高。

图表 8 冠盛股份财务表现上的特点

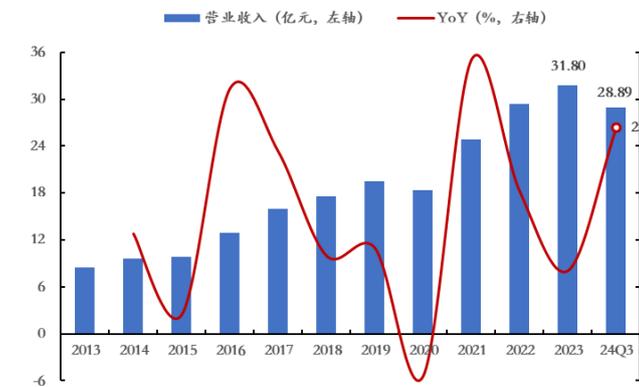
固定资产周转率 (次)											存货周转率 (次)												
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q3	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q3		
冠盛股份	6.2	4.3	4.4	5.5	5.7	6.1	5.7	7.7	8.1	7.2	5.4	冠盛股份	6.6	5.1	5.7	6.0	5.6	5.6	4.6	4.7	4.7	5.4	4.4
万向钱潮	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7	3.3	3.4	4.8	5.1	5.6	4.2	正强股份				14.2	6.8	5.8	5.3	5.6	5.9	5.9	4.3
斯菱股份	3.9	2.2	1.5	3.0	3.0	2.3	2.9	4.3	4.9	4.8	3.2	光洋股份	4.5	3.9	5.7	5.3	4.6	4.4	4.4	4.6	3.9	4.5	4.0
正强股份				9.3	4.9	4.3	4.1	4.9	4.9	4.3	3.2	万向钱潮	5.9	6.2	6.9	6.6	5.8	5.2	5.5	6.4	5.3	5.2	3.7
雷迪克	4.1	4.0	4.5	5.9	4.4	3.0	2.2	2.8	3.0	2.6	1.7	兆丰股份	11.6	10.5	15.2	12.4	8.3	8.2	5.1	5.7	3.6	5.0	2.8
光洋股份	2.6	1.9	1.9	1.6	1.4	1.4	1.5	1.7	1.5	1.7	1.7	斯菱股份	3.7	3.0	2.4	3.9	3.3	2.9	3.4	3.6	3.7	4.0	2.8
襄阳轴承	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3	1.0	1.0	1.2	1.1	1.4	1.2	襄阳轴承	3.0	2.9	3.2	3.1	3.0	2.5	2.6	3.1	2.6	3.3	2.7
兆丰股份	2.2	2.0	3.0	3.3	2.5	2.9	2.5	2.9	1.3	1.6	1.1	雷迪克	4.4	3.9	4.0	4.0	3.3	3.4	3.1	3.0	2.7	2.8	2.1
远东传动	2.8	1.7	1.5	2.1	2.3	2.3	3.0	2.5	1.3	1.4	0.9	远东传动	3.9	3.4	4.4	7.0	7.2	7.0	7.2	5.3	2.4	2.7	1.9
应收账款周转率 (次)											新旧摊销/营业收入												
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q3	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1		
冠盛股份	6.1	6.5	7.4	6.5	6.0	6.2	5.3	6.2	6.0	4.8	3.0	冠盛股份	2.1%	2.7%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.2%	1.7%	1.7%	1.9%	2.1%
万向钱潮	3.4	3.3	3.2	3.4	3.9	4.5	5.7	7.7	7.0	6.5	4.5	斯菱股份	4.0%	4.6%	6.0%	4.1%	4.1%		5.0%	3.4%	2.9%	3.0%	3.0%
雷迪克	4.2	3.7	3.8	3.9	3.5	4.3	4.6	5.3	5.0	4.7	3.3	万向钱潮	3.6%	3.6%	3.8%	3.7%	4.0%	4.7%	4.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.2%
冠盛股份	6.1	6.5	7.4	6.5	6.0	6.2	5.3	6.2	6.0	4.8	3.0	正强股份				3.0%	3.0%	3.5%	3.8%	3.3%	3.3%	4.0%	4.3%
襄阳轴承	4.1	4.2	4.1	3.9	3.9	4.0	3.6	3.7	3.6	4.0	2.8	雷迪克	3.2%	3.6%	3.5%	2.9%	3.4%	4.4%		4.4%	4.0%	4.4%	5.3%
斯菱股份	8.6	7.1	4.1	5.1	3.8	3.6	4.6	4.7	4.4	4.1	2.7	襄阳轴承	8.2%	6.2%	6.3%	6.8%	7.7%	8.7%	8.7%	8.7%	9.8%	7.4%	7.0%
正强股份				5.7	3.1	3.1	3.1	3.5	3.7	3.6	2.5	光洋股份	5.2%	6.1%	8.5%	9.0%	10.4%	10.8%	9.2%	10.9%	11.9%	10.3%	8.2%
光洋股份	1.9	1.7	2.6	2.7	2.7	2.5	2.3	2.3	2.2	2.8	2.2	兆丰股份	4.0%	4.8%	3.3%	3.0%	4.6%	4.3%	5.5%	5.3%	10.3%	7.6%	9.0%
远东传动	2.1	1.7	1.8	2.2	2.3	2.5	3.2	2.7	1.5	1.9	1.2	远东传动	4.7%	6.4%	7.8%	5.6%	5.6%	6.1%	5.1%	5.5%	10.8%	9.1%	10.4%
兆丰股份	3.4	3.2	3.6	3.1	2.4	2.3	1.8	2.5	1.7	2.2	1.2												
研发费用率											资本开支/营业收入												
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q3	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q3		
襄阳轴承				0.5%	3.0%	3.4%	3.2%	3.4%	4.1%	3.1%	襄阳轴承	6%	15%	14%	7%	10%	2%	4%	1%	0%	1%	1%	
冠盛股份				3.9%	3.6%	4.1%	3.7%	3.3%	3.3%	3.2%	万向钱潮	4%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	3%	1%	2%	3%	
万向钱潮				4.5%	4.3%	4.1%	3.6%	3.8%	3.8%	3.4%	光洋股份	2%	15%	23%	12%	10%	5%	2%	1%	12%	11%	4%	
雷迪克				3.2%	3.3%	4.0%	4.5%	4.4%	4.3%	3.9%	斯菱股份	7%	19%	14%	9%	4%	8%	9%	4%	1%	3%	6%	
光洋股份				4.7%	4.1%	3.9%	3.9%	5.3%	5.2%	4.3%	冠盛股份	10%	10%	6%	5%	3%	4%	2%	2%	4%	7%	7%	
斯菱股份				3.5%	4.6%	4.9%	4.0%	4.4%	4.5%	4.7%	兆丰股份	9%	7%	12%	5%	10%	15%	17%	51%	12%	14%	8%	
正强股份				4.0%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.3%	4.9%	雷迪克	10%	5%	4%	7%	13%	9%	25%	7%	8%	10%	9%	
远东传动				4.3%	5.0%	5.0%	5.1%	5.5%	5.6%	5.5%	正强股份					8%	5%	2%	4%	3%	4%	10%	
兆丰股份				6.4%	6.1%	7.5%	5.8%	9.2%	6.0%	6.4%	远东传动	11%	9%	13%	11%	8%	6%	4%	2%	9%	11%	11%	

资料来源: wind, 华安证券研究所整理

注: 相关标的选取申万汽车零部件指数成分股中主营业务为轴承的标的

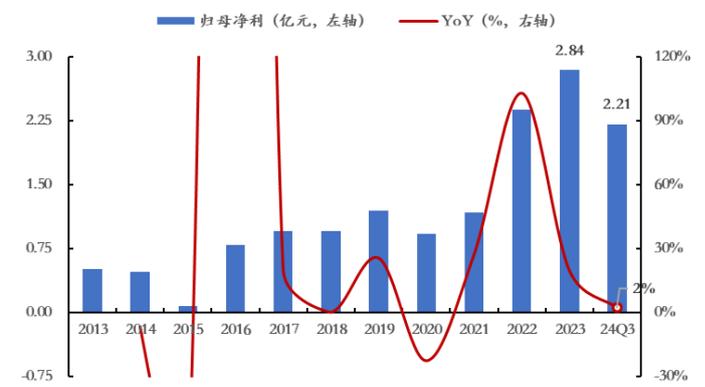
受益多产品线的加载、新客户的获取, 2024 年前三季度实现营业收入 28.89 亿元、同比+26%、增长明显, 实现归母净利润 2.21 亿元、同比+2%、利润增速弱于收入增速主要原因是受到汇率波动、业务扩张增加投入、信用减值影响。受益公司渠道下沉战略的推进, 公司的毛利率继续保持在较高水平, 2024 年前三季度实现毛利率 26.6%、同比-0.9pp; 随着经营规模的提升, 公司在销售、管理、研发费用上有增加, 受汇率波动影响, 财务费用相较去年增加, 2024 年前三季度公司整体期间费用率 15.8%、同比+1.2pp; 2024 年前三季度公司实现归母净利润率 7.5%、同比-2.0pp。

图表 9 冠盛股份近年营业收入情况



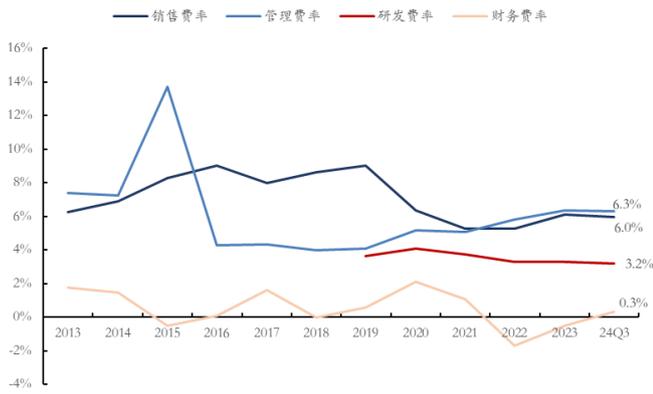
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 冠盛股份近年归母净利润情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 冠盛股份近年期间费用率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 冠盛股份近年盈利能力情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 成长逻辑：攻守兼备

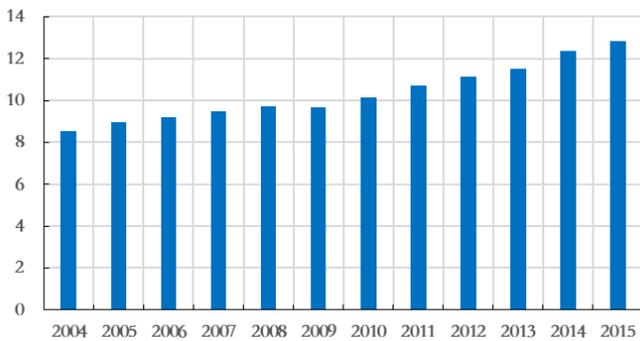
2.1 汽车后市场

(一) 行业：稳健型，空间大

后市场赛道稳定性高、空间大。前装配套需求与新车销量、宏观经济趋势相关，而后市场规模增速受经济波动的影响更小，与汽车保有量、车龄更加紧密相关，近年来全球汽车保有量稳步增长，截至 2023 年底全球汽车保有量约 14 亿辆，其中中国约 3.4 亿辆、美国约 2.8 亿辆、欧洲约 2.5 亿辆。未来随着汽车保有量的稳步增加和消费者对个性化的追求，全球汽车后市场对汽车零部件的需求将不断增加。

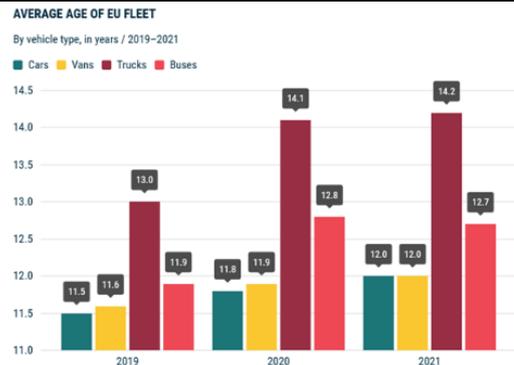
随着国内市场平均车龄增长，国内汽车底盘零部件的更换爆发期即将开始。汽车底盘零部件更换的周期大概是 7-8 年，欧美市场平均车龄基本在 10 年以上，而过去国内市场的平均车龄较短，随着国内市场平均车龄增长，国内底盘系统零部件密集更换的爆发期即将到来，国内后市场的需求有望快速提升。

图表 13 全球汽车保有量情况 (亿辆)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 欧洲汽车平均车龄 (年)



资料来源：欧洲汽车制造商协会，华安证券研究所

相比北美四大连锁，国内汽车后市场服务商在规模和市值上均有较大成长空间。北美四大连锁 O'Reilly、AutoZone、GPC (NAPA)、AAP 经过多轮渠道扩张，已占据美国后市场近一半的市场份额。2023 年，O'Reilly、AutoZone、GPC (NAPA)、AAP 分别实现营业收入 1120 亿、1255 亿、1635 亿、799 亿元，归母净利润 166 亿、182 亿、93 亿、2.1 亿元，截至 2023 年底在美股的市值分别为 3981 亿、3167 亿、1375 亿、257 亿元。从零售三要素人、货、场看，我们认为影响国内汽车后市场发展的原因有：

1. **车龄较短：尚未到零部件更换需求爆发期。**与欧美市场不同，中国汽车市场虽然保有量高，但平均车龄较短，近年受到新能源车车型迭代速度加快，部分车主更偏向换车而非更换零部件。但随着国内平均车龄上升、保有量稳步增加，后市场需求爆发指日可待。
2. **格局难破：传统 4S 店“根深蒂固”。**国内车主基本会选择在 4S 店更换原厂零部件，所以国内后市场玩家以传统 4S 店为主，其他玩家包括汽车经销商、互联网大厂、传统零部件厂等。从各自竞争优势看，传统 4S 店产品、渠道、供应链优势相对全面，经销商、互联网大厂优势在于渠道，传统零部件厂优势在于产品、供应链。
3. **车主需求：DIFM 模式为主，限制国内连锁店快速扩张。**车主的需求模式一般有两种，一种 DIFM (Do it for me) 是车主自己买需要维修的零部件要求汽车维修技师安装，另一种 DIY (Do it yourself) 是车主买了汽车用品后自己安装。国内车主更

倾向于维修工人安装而非自行安装，但 DIFM 模式对于连锁店而言需要源源不断的培养修车工人，很难快速复制连锁门店。

后市场零售服务商在产品、渠道、管理上的综合能力需要非常长的时间培育沉淀，但我们认为后市场同样也是“天道酬勤”的赛道。随着国内平均车龄上升、后市场服务商的竞争力逐步积累完善，国内市场也有望涌现大体量、大市值的后市场服务商。

图表 15 影响国内汽车后市场发展的原因



资料来源：华安证券研究所整理

(二) 优势：产品多，渠道久，管理仁

我们认为公司凭借在产品、渠道、管理上的综合优势，通过在全球不断拓宽产品、延伸渠道，有望持续收获高确定性的经营成果。具体优势上：

1、产品优势：型号齐全，服务多样

产品齐全：公司设有专门的产品管理部门，能根据客户需求、主机厂新车型投放情况，快速开发及投放新型号，对各产品型号进行有效管理；并定期更新目录及发布新产品快报，建立了同客户互动的产品数据系统，做到了产品信息的快速投放，并同客户需求形成互动。目前，公司产品已经对全球大多数车型实现基本覆盖，包括日韩、欧洲、美国车系及中国自主品牌。

另外，公司尤其重视新产品开拓，近年新增悬架系统、减震器、转角模块等新产品线，未来有望借助中国制造的优势、整合全球供应链资源实现更好的产品线开拓，贡献源源不断的增量。目前，公司东南亚供应链中心项目已初具规模，不仅可进行海外制造，也可为客户提供多元化供应链选择。

服务多样：公司是国内少数能够满足客户一站式采购需求的汽车零部件综合服务商，能够有效降低客户产品检测、技术沟通和谈判时间等采购成本。另外，公司具备较强的多品种小批量的柔性生产能力，较低的起订量，能够有效降低客户采购门槛，降低客户库存，提高客户粘性、客户满意度和经营效率。

2、渠道优势：销售团队成熟，延伸广度深度

销售团队成熟：公司在海外渠道布局多年，已经拥有多支成熟的销售团队，主要成员均在公司从事销售工作 5 年以上，平均达到 10 年以上的销售工作经验。

延伸广度深度：公司客户群体分布于六大洲 120 多个国家和地区，营销网络实现了全球覆盖，是世界诸多大型汽车零部件销售公司的长期合作伙伴。近年来，公司为在全

球市场实现渠道下沉，陆续在中国宁波、北美洲、拉丁美洲、欧洲设有多个形态的仓储基础设施，能够实现海外本土化快速配送、降低中间费用、缩短与终端用户的距离及交付周期，不但为客户提供了多样化的产品选择，也为客户提供了更为人性化的供应链方案，进一步提升客户满意度及公司的品牌知名度、影响力，同时通过仓储中心发货的模式毛利率较高，我们认为渠道下沉将成为公司未来提升毛利率的重要方式。

3、管理优势：尊重文化，利他精神，重视效率

尊重文化：公司在美国、墨西哥、德国等多个国家地区拥有多支本土运营团队，团队成员均来自当地全球知名汽车零部件企业。由于本土运营团队具备多种语言能力，同时熟悉当地商业文化，深度了解当地客户需求，与客户能够无时差地及时进行良好的沟通。另外，海外运营团队经过多年磨合、交流，与国内总部已经建立了较为完善、高效的沟通协作机制，员工对公司文化也具有较高的认同。

利他精神：公司秉持着一贯的市场理念：“比客户更了解市场需求”，在市场开拓、产品创新、服务提升等方面引领客户共同前行。公司管理层及核心骨干从业经历较长，在公司工作年限较长，积累了丰富的管理及生产经营经验，也大都直接持有公司的股权，公司的发展与管理层及业务骨干的利益直接相关，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。

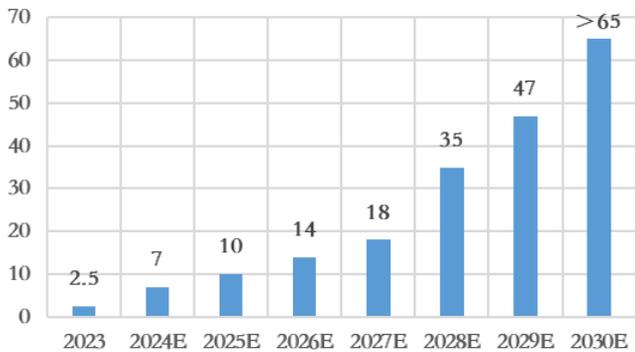
重视效率：公司积极推行三化战略——生产精益化、设备自动化、思维数字化。同时，根据产品批量的不同特点，灵活调整生产模式，形成了全自动生产线、部分工序设备小连线、单机作业等多种高效的生产方式，综合生产效率以及灵活性进一步得以提升。另外针对公司全球仓网系统，公司有专业的仓网管理团队打造销售预测模型，能够从流程、系统和管理层面提升现有仓储效率，实现了降低成本的同时提升订单满足率，进而提升订单交付能力。

2.2 固态电池

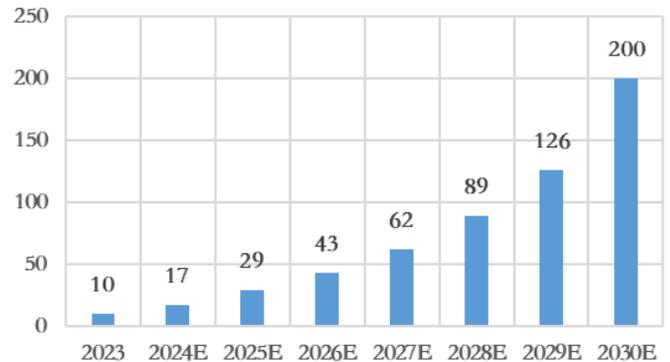
(一) 行业：成长型，空间大

固态电池具有高能量密度、高安全性等优势，即将进入快速增长阶段。固态电池采用固态电解质代替液态电解质和隔膜，提高了电池的安全性和能量密度。近几年国家不断重视固态电池行业的发展，各大高校单位已开始对固态电池进行研发，随着技术进步固态电池有望实现大规模商业化应用，预计 2024 年国内固态电池出货量将达 7GWh、市场空间达到 17 亿元，2027 年将是固态电池产业从市场发展初期迈向快速上升期的转折点、固态电池将进入快速增长期，2030 年有望实现规模化量产、出货量将超过 65GWh、市场空间将增至 200 亿元。

图表 16 2023-2030 年国内固态电池出货量预测 (GWh)



图表 17 2023-2030 年国内固态电池市场空间预测 (亿元)



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

行业处于发展初期，以电解质材料为核心的技术路线尚未统一。根据电解质中电解液含量不同，固态电池可细分为半固态 (5-10wt%)、准固态 (0-5wt%) 和全固态 (0wt%)，半固态、准固态使用的电解质均为混合固液电解质。半固态电池可兼容部分传统锂电池的生产工艺、设备，因此目前国内半固态电池的产业化进程较快。

根据固态电解质材料不同，可以细分为聚合物、氧化物、硫化物三类，目前日韩和欧美等海外企业倾向于硫化物技术路线，国内企业多选择较容易实现产业化的氧化物和聚合物的路线：

1. **聚合物电解质：**具有质量轻、弹性好、机械加工性能优良的特点，且其工艺与现有锂电池接近，易于大规模量产。但聚合物电解质电化学窗口较窄，电导率更低，且存在锂枝晶穿透造成短路的风险，稳定性较弱。
2. **氧化物电解质：**具有良好的机械性能和化学稳定性。但氧化物由于其离子导电率相对偏低，且由于其机械强度高，形变能力和柔软性能差，电解质片易脆裂，固-固界面接触损耗大。
3. **硫化物电解质：**离子导率最高、兼具强度与加工性能、其固-固静压时可以有比较好的结合。但空气稳定性差，对水汽敏感，容易与水反应生成有毒的 H₂S 气体，且与空气中的氧气、水蒸气发生不可逆的化学反应，导致离子电导率降低和结构破坏，因此开发难度较大，对生产环境要求严苛，生产工艺难度大、生产成本高。

图表 18 固态电池三类电解质材料性能对比

指标	聚合物	氧化物	硫化物
电解质材料	聚氧化乙烯 (PEO) / 聚丙烯腈 (PAN) / 聚硅氧烷 (PS) / 聚甲基丙烯酸甲酯 (PMMA)	晶态: NASICON/LLZO/LLTO 非晶态: LiPON	LiGPS/LiSnPS/LiSiPS
电解质离子导电率	低	一般	高
电化学窗口	较窄 (0-4V)	宽 (0-5.5V)	较宽 (0-5V)
界面阻抗	较大	很大	大
界面相容性	高	低	高
热稳定性	较差	高	较高
空气稳定性	高	高	较差
技术难点	电导率低、热稳定性较差、化学稳定性较弱	电导率一般、电解质片易脆裂	空气稳定性差、工艺难、成本高
优点	质量轻、弹性好、机械加工性能优良、易量产	机械性能好、化学稳定性高	电导率高、兼具强度与加工性能

资料来源: 亿欧智库, 华安证券研究所整理

目前固态电池在储能领域正在加速落地, 其他新兴领域的应用值得关注。储能电池有高安全、长寿命等要求, 固态电池可以很好的适配, 根据北极星电池网数据, 自 2024 年以来国内已陆续有 7 座固态电池储能项目落地, 整体落地规模在 200MWh 左右, 覆盖网侧、用户侧、光储充等用能场景, 以用户侧储能项目居多, 2024 年固态电池储能领域采购总需求量已近 1GWh, 国内外市场上固态电池在储能领域的应用正加速落地。除储能领域, 我们认为在 eVTOL、电摩、外骨骼和人形机器人等新兴领域, 对产品的性能要求高且对成本不敏感, 未来将成为固态电池的重要增长点。

(二) 优势: 技术储备充足, 更多突破值得期待

公司投资固态电池领域, 打造新成长曲线。2024 年初, 公司与吉林东驰设立合资公司、注册资本 5 亿元, 冠盛持有 70% 股权、吉林东驰持有 30% 股权 (以核心技术作价出资), 并由合资公司成立固态电池研究院, 聘任固态电池领域资深专家谢海明教授为固态电池研究院院长及首席科学家。合资公司计划斥资约 10.3 亿元启动全新的半固态电池建设项目, 主要产品为电芯及系统、达产后年产量约 210 万支, 量产线预计 2026 年下半年建成。

图表 19 合资公司冠盛东驰基本情况

成立时间	注册资本	股权结构	组织架构	投资项目
2024/1/12	5亿元	冠盛70% 吉林东驰30% (核心技术出资)	董事长由冠盛股份供应链总监兼任 总理由吉林东驰总经理兼任	计划斥资约10.3亿元启动全新的半固态电池建设项目, 项目预计30个月完成建设投产 (2026年下半年建成), 主要产品为电芯及系统、达产后年产量约210万支

资料来源: 公司公告, wind, 华安证券研究所整理

合资伙伴在固态电池技术资源上积累丰富, 尤其是聚合物电解质路线。吉林东驰核心技术团队以谢海明教授带领的锂电研发团队为依托, 拥有教育部“固态电池协同创新平台”和国家发改委“动力电池国家地方联合工程实验室”等资源。固态电池协同创新平台是唯一由政府主导的固态电池创新联合体, 率先推动国内聚合物路线固态电池产业化道路, 多年来东驰能源专注于聚合物固态锂电池的研发与生产,

迄今为止已拥有 60 余项聚合物固态电池发明专利。吉林东驰开发的 100-300Ah 半固态储能电池产品具有高度安全性且循环寿命高达 10000 次以上，产品适宜于户用储能、工商业储能和风能太阳能等大型储能领域，产品具备低成本、高安全、高比能、长循环性等特性，产品已经通过国标检测。

图表 20 吉林东驰新能源公司发展历史

时间	事件	
2002-2019年 厚积薄发	2002年	开启锂电池研究
	2010年	完成磷酸铁锂产业化
	2012年	完成湿法隔膜产业化
	2014年	开始固态电池开发
	2016年	开始与加拿大、法国开始固态电池国际合作
	2018年	完成宽温区动力电池产业化
	2019年	完成固态电池样品验证
2020-2021年 实践创新	2020年12月	公司成立，校企合作
	2021年3月	“固态电池协同创新平台”成立
	2021年6月	平台建设获国家发改委中央预算资金支持 (1000万)
	2021年8月	完成对东北师范大学20项固态电池专利的收购 (5800万元)
	2022年	获吉林省科技厅固态电池重大项目支持 (1000万元)
2023-2024年 合作共赢		半固态电池通过动力电池和储能电池国标认证
		完成天使轮融资1.5亿
		国内首条年产0.5GWh聚合物基固态储能电池生产线建成
		与温州冠盛股份达成合作并成立合资公司
		浙江冠盛东驰能源科技有限公司电池研究院落成 高安全长循环电动船动力电池创新公共平台成立
2025年-未来 共创未来	半固态磷酸铁锂电池规模化 350Wh/kg 低成本准固态动力电池产业化 400Wh/kg 高比能准固态动力电池产业化 500Wh/kg 高比能全固态动力电池产业化	

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

我们认为合资公司在固态电池的技术、产能、渠道上优势明显，具体：

- 技术优势：**与市场热门的氧化物、硫化物路径不同，公司采用聚合物技术路线，在固态电解质等材料端独家研发、核心设备与第三方设备制造商联合开发，打造出产品具有**高安全、长寿命、性价比**，目前冠盛东驰已开始**半固态锂电池的相关产品认证工作**。具体产品特点：**1) 高安全：**公司所采用的聚合物固态电解质具备超低的玻璃转化温度及超高的热分解温度，不存在低温离子传输受限和高温热失控风险，能够实现针刺“零”反应，消除液态电解质的泄漏和燃爆风险，确保电池在极端条件下的安全稳定，是固态电池最大的优势。**2) 长寿命：**储能产品对电池的循环次数、使用寿命要求高，目前公司的磷酸铁锂半固态产品循环次数在实验室阶段可达 1.2 万次、交付产品在 1 万次以上。同时，公司也具备准固态三元锂电池的技术储备，根据产品型号不同其质量能量密度可达 380-420Wh/kg，在行业内处于较高水平。**3) 性价比：**公司的聚合物路线产品成本在系统层面成本没有大幅上升，且其使用寿命是液态电池的两倍，随着规模量产，未来成本还有进一步下降的空间。
- 产能优势：**目前行业内能够稳定交付半固态电池且性能有保障的公司并不多，**合资伙伴吉林东驰作为研发合作平台，已有中试线产品下线并开始陆续交付**，冠盛东驰的固态电池电芯产品的产能落地将处于行业前沿，且公司的目标是量产线实现稳定交付、降低成本。

3. **渠道优势:** 通过 GSP 多年打造的全球智慧供应链体系, 特别是在全球仓网及本土化的服务团队管理能力的基础上, 充分利用公司海外渠道建设能力以及品牌运营能力, 有望将新一代户用储能电池惠及全球。公司计划作为品牌商直接销售, 优先考虑在欧盟主要国家推广, 目前公司正在进行海外品牌注册和体系认证, 已完成了欧洲市场销售产品的相关测试, 并已获得部分认证。

图表 21 冠盛东驰半固态磷酸铁锂



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 22 冠盛东驰准固态三元锂产品



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

未来公司在固态电池领域的更多突破值得期待。我们认为公司在固态电池业务上未来的成长路径包括: **1) 储能领域:** 公司的半固态锂电池产品适用于户用储能、工商业储能和风能太阳能等大型储能领域, 未来充分发挥冠盛在海外仓储基础设施和本土化运营的优势, 积极开拓海内外储能电池市场。**2) 新领域:** 目前公司在准固态锂电池技术上已有技术储备, 可适用于机器人、电动飞行器、电动乘用车等, 未来将不仅仅局限于储能领域。近期, 冠盛东驰与中车西安车辆有限公司、中车大连电力牵引研发中心有限公司就新能源项目领域签署了战略合作协议, 三方将在新能源项目领域展开深度合作, 为全球客户提供更安全、更高效、更环保的新能源解决方案; 此外, 冠盛东驰团队目前正与机器人领域的相关企业进行了初步业务洽谈对接, 未来更多客户合作值得期待。

图表 23 2024 年固态电池产业化项目进展

企业	省份	项目名称	投资金额 (亿元)	总产能 (GWh)	进度
合源锂电	江苏	固态电池 10GWh 智慧工厂项目	50	10	建设
离子能源	新疆	全固态电池 (新疆) 国家示范产业园	60	10	签约
固锐能源	辽宁	固态电池及储能系统集成项目	20	2	签约
鹏辉能源	内蒙古	年产 1GWh 半固态电池项目	5	1	计划
清陶能源	内蒙古	固态电池零碳产业园区	100	15	建设
瑞固新材	浙江	硫化物全固态电解质量产工厂	13	/	建设
易华新能源	江西	固态锂离子电池项目	/	/	签约
中固时代	新疆	年产 2GWh 固态锂电池系统项目	0.9	2	签约
合源锂电	江苏	固态电芯量产产能	/	10	计划
中科融能	江苏	一期 0.5GWh 固态电池中试线	/	0.5	建成
		二期 18GWh 量产线	51.39	18	计划
东驰新能源	四川	0.2GWh 固态电池示范线	/	0.2	计划
	吉林	0.5GWh 固态电池中试线	1.5	0.5	建成
冠盛东驰	浙江	4GWh 半固态储能电池生产基地	20	4	建设
欣界能源	江苏	5GWh 锂金属固态电池项目	30	5	签约

资料来源: 北极星储能网, 华安证券研究所

3 盈利预测与投资建议：高胜率+高赔率

营业收入：我们认为公司作为着眼全球市场均衡发展的汽车后市场服务商，随着多产品线加载、新客户获取、渠道下沉战略推进，基本盘业务将保持稳健增长；新业务层面，2026年下半年固态电池进入量产阶段后有望贡献明显增量。预计整体2024-2026年实现营业收入38.4亿、48.5亿、60.0亿元、对应增速+21%、+26%、+24%。具体各地区：1) 欧洲：目前欧洲市场仓网直发占比较少，德国、波兰仓储中心运营逐步成熟后有望提升，预计2024-2026年实现营业收入16.7亿、20.3亿、24.5亿元、对应增速+30%、+21%、+21%，其中，GSP欧洲主要为仓网直发的模式、预计2024-2026年实现营业收入1.7亿、2.2亿、2.9亿元、对应增速+30%、+30%、+30%。2) 北美：近年公司在北美市场推行轮毂轴承倍增计划，随着新客户订单获取，已经实现了较好的经营成果，预计2024-2026年实现营业收入10.0亿、14.3亿、17.2亿元、对应增速+56%、+44%、+20%，其中，GSP北美主要为仓网直发的模式、预计2024-2026年实现营业收入6.2亿、8.7亿、10.4亿元、对应增速+40%、+40%、+20%。3) 中国：国内汽车后市场底盘零部件更换爆发期即将到来，另外2026年下半年公司新业务固态电池将开始贡献营收，预计2024-2026年实现营业收入4.4亿、5.5亿、8.3亿元、对应增速+25%、+25%、+50%。4) 亚非澳：公司在亚非澳市场积极布局，有望实现稳健提升，预计2024-2026年实现营业收入7.3亿、8.4亿、10.1亿元、对应增速+15%、+15%、+20%。5) 南美及其他：考虑南美地区国家受如美联储降息等宏观经济波动影响更大，增长相对平缓，预计2024-2026年实现营业收入2.9亿、3.1亿、3.4亿元、对应增速+8%、+8%、+8%。

毛利率：我们认为公司作为汽车后市场服务商，下游可服务全球4S店或经销商等，能够掌握产品的定价权，且随着毛利率更高的仓网直发模式占比提升，公司高毛利率状态可持续；考虑到2026年公司的固态电池产品尚处于投产早期，我们对投产早期的固态电池毛利率相对保守。预计2024-2026年公司整体实现毛利率26.8%、26.9%、25.8%，具体各地区：1) 欧洲：预计2024-2026年实现毛利率29%、30%、30%。2) 北美：预计2024-2026年实现毛利率31%、30%、30%。3) 中国：预计2024-2026年实现毛利率19%、19%、12%。4) 亚非澳：预计2024-2026年实现毛利率15%、15%、15%。5) 南美及其他：预计2024-2026年实现毛利率15%、15%、15%。

费用率：我们认为目前公司正在积极布局固态电池业务，产线即将在2026年下半年投产，因此前期需要保持对销售、人员、技术等投入，但随着公司规模提升，整体费用率有望摊薄；另外，公司作为全球化的出海公司，主要采用美元结算，财务费用会受到汇率波动影响。预计2024-2026年公司整体实现期间费用率15.9%、16.5%、15.8%。具体各项：1) 销售费用率：预计2024-2026年销售费用率6.3%、6.4%、6.0%。2) 管理费用率：预计2024-2026年管理费用率6.6%、6.6%、6.2%。2024年2月2日公司发布2024年限制性股票激励计划将增加2024-2027年的管理费用，激励具体内容如下：激励人数：计划授予104人（占公司2022年底员工总数2336人的4.45%），为公司的董事、高级管理人员及核心骨干人员。激励数量：计划授予限制性股票总量为530.4万股，约占公司股本总额3.12%。授予价格：每股10.46元。公司业绩考核要求：2024年营业收入36.57亿元或归母净利润3.07亿元，2025年营业收入41.34亿元或归母净利润3.29亿元，2026年营业收入46.11亿元或归母净利润3.52亿元。费用分摊：估计摊销总成本3198万元，2024-2027年分别摊销1559/1119/440/80万元。3) 研发费用率：预计2024-2026年研发费用

率 3.3%、3.3%、3.3%。4) 财务费用率: 预计 2024-2026 年财务费用率-0.3%、0.2%、0.3%。

图表 24 冠盛股份 2024-2026 年业绩分拆情况

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	19.5	18.4	24.9	29.4	31.8	38.4	48.5	60.0
YoY		-5%	35%	18%	8%	21%	26%	24%
欧洲	7.0		9.4	11.9	12.9	16.7	20.3	24.5
YoY	7%			27%	8%	30%	21%	21%
GSP欧洲			0.9	1.0	1.3	1.7	2.2	2.9
YoY				12%	26%	30%	30%	30%
其他			8.5	10.9	11.6	15.0	18.1	21.7
YoY				29%	6%	30%	20%	20%
北美	3.8		4.8	5.0	6.4	10.0	14.3	17.2
YoY	25%			3%	29%	56%	44%	20%
GSP北美			3.3	3.7	4.4	6.2	8.7	10.4
YoY				11%	20%	40%	40%	20%
其他			1.5	1.3	2.0	3.8	5.7	6.8
YoY				-16%	55%	90%	50%	20%
中国	1.1	1.4	2.0	2.7	3.5	4.4	5.5	8.3
YoY	-6%	24%	44%	36%	31%	25%	25%	50%
亚非澳	4.3		4.7	5.6	6.3	7.3	8.4	10.1
YoY	36%			19%	12%	15%	15%	20%
南美及其他	3.3		3.9	4.2	2.7	2.9	3.1	3.4
YoY	-10%			6%	-36%	8%	8%	8%
毛利率	25.4%	22.1%	20.2%	23.0%	27.0%	26.8%	26.9%	25.8%
欧洲	27.4%		22.8%	25.5%	29.4%	29.0%	29.5%	30.0%
北美	34.4%		25.5%	29.0%	33.1%	31.0%	30.0%	30.0%
中国	18.6%	17.8%	16.0%	17.7%	20.2%	19.0%	19.0%	12.0%
亚非澳	20.7%		15.6%	18.1%	21.7%	15.0%	15.0%	15.0%
南美及其他	19.1%		14.9%	18.8%	21.8%	15.1%	15.0%	15.0%
毛利率	25.4%	22.1%	20.2%	23.0%	27.0%	26.8%	26.9%	25.8%
销售费用率	9.0%	6.3%	5.3%	5.3%	6.1%	6.3%	6.4%	6.0%
管理费用率	4.1%	5.2%	5.1%	5.8%	6.4%	6.6%	6.6%	6.2%
研发费用率	3.6%	4.1%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
财务费用率	0.6%	2.1%	1.1%	-1.7%	-0.5%	-0.3%	0.2%	0.3%
期间费用率	17.3%	17.7%	15.2%	12.7%	15.3%	15.9%	16.5%	15.8%
归母净利 (亿元)	1.2	0.9	1.2	2.4	2.8	3.1	4.0	4.8
YoY	25%	-23%	27%	103%	19%	9%	30%	21%
归母净利率	6.1%	5.0%	4.7%	8.1%	8.9%	8.0%	8.3%	8.1%

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所预测

我们认为公司在投资上兼备“高胜率”+“高赔率”：1) 高胜率：源于公司在全球汽车后市场深耕多年的踏实，我们看好汽车后市场这一大空间赛道的“天道酬勤”，公司通过在全球不断拓宽产品、延伸渠道，业绩的确定性与持续性将同步提升。2) 高赔率：源于公司在选择第二成长曲线固态电池产品的进取，我们看好公司在固态电池领域具备的技术、产能、渠道优势，未来公司在固态电池领域的更多突破值得期待。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 3.1 亿、4.0 亿、4.8 亿元，对应增速+9%、+30%、+21%，对应 2025 年 3 月 5 日 PE 20、16、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动、地缘政治、贸易摩擦风险：公司作为全球化的汽车后市场服务商，可能受到全球宏观经济波动、大国博弈之下的地缘政治或贸易摩擦风险；

汇率波动：公司作为全球化的出海公司，主要采用美元结算，可能受到汇率波动影响；

新产品研发进度低于预期：公司的第二成长曲线固态电池业务属于新兴行业，可能面临产品研发进度低于预期的风险；

新客户开拓不及预期、渠道推广低于预期：公司可能面临客户、渠道开拓不及预期，导致业绩增长放缓；

国内售后市场更换需求延后：国内售后市场更换节奏可能延后，导致国内后市场增速低于预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3437	4431	4921	5485	营业收入	3180	3839	4847	6003
现金	1204	1190	1186	1094	营业成本	2323	2809	3543	4451
应收账款	780	1133	1344	1568	营业税金及附加	20	21	24	30
其他应收款	11	32	40	50	销售费用	194	242	310	360
预付账款	60	169	213	267	管理费用	202	252	320	370
存货	559	921	1052	1315	财务费用	-16	-11	10	20
其他流动资产	823	985	1086	1192	资产减值损失	-12	-15	-15	-15
非流动资产	949	1362	1552	1841	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	22	21	22	23	投资净收益	3	-23	5	6
固定资产	477	643	738	921	营业利润	337	345	452	545
无形资产	145	355	375	395	营业外收入	3	0	2	2
其他非流动资产	305	343	417	501	营业外支出	3	4	3	3
资产总计	4386	5793	6473	7326	利润总额	337	341	450	544
流动负债	1734	2871	3188	3596	所得税	53	41	54	65
短期借款	438	888	788	688	净利润	284	300	396	478
应付账款	572	780	984	1237	少数股东损益	0	-8	-5	-5
其他流动负债	724	1203	1416	1671	归属母公司净利润	284	308	401	483
非流动负债	679	571	538	505	EBITDA	408	445	581	706
长期借款	50	100	120	140	EPS (元)	1.73	1.69	2.20	2.65
其他非流动负债	629	471	418	365					
负债合计	2413	3442	3726	4101					
少数股东权益	4	-4	-9	-14					
股本	166	179	179	179					
资本公积	703	905	905	905					
留存收益	1101	1272	1673	2157					
归属母公司股东权	1970	2355	2757	3240					
负债和股东权益	4386	5793	6473	7326					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	334	200	545	568
净利润	284	300	396	478
折旧摊销	84	114	121	142
财务费用	-21	58	62	55
投资损失	-33	23	-5	-6
营运资金变动	-49	-328	-75	-147
其他经营现金流	403	660	517	672
投资活动现金流	-556	-594	-357	-476
资本支出	-230	-504	-311	-431
长期投资	-348	-49	-51	-51
其他投资现金流	23	-41	5	6
筹资活动现金流	805	362	-192	-185
短期借款	339	450	-100	-100
长期借款	50	50	20	20
普通股增加	0	13	0	0
资本公积增加	7	201	0	0
其他筹资现金流	408	-352	-112	-105
现金净增加额	604	-14	-4	-93

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	8.1%	20.7%	26.2%	23.9%
营业利润	21.2%	2.5%	30.8%	20.7%
归属于母公司净利	19.5%	8.5%	30.1%	20.5%
获利能力				
毛利率(%)	27.0%	26.8%	26.9%	25.8%
净利率(%)	8.9%	8.0%	8.3%	8.1%
ROE(%)	14.4%	13.1%	14.5%	14.9%
ROIC(%)	9.1%	7.8%	10.2%	11.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	55.0%	59.4%	57.6%	56.0%
净负债比率(%)	122.3%	146.4%	135.6%	127.1%
流动比率	1.98	1.54	1.54	1.53
速动比率	1.60	1.14	1.13	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.75	0.79	0.87
应收账款周转率	4.82	4.01	3.91	4.12
应付账款周转率	4.43	4.15	4.02	4.01
每股指标(元)				
每股收益	1.73	1.69	2.20	2.65
每股经营现金流	1.83	1.10	3.00	3.12
每股净资产	11.88	12.94	15.14	17.79
估值比率				
P/E	13.29	20.33	15.63	12.96
P/B	1.94	2.66	2.27	1.93
EV/EBITDA	8.90	14.50	10.87	8.89

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姜肖伟, 北京大学光华管理学院硕士, 应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验, 曾在深天马、瑞声科技任职, 分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门, 多年一级及二级市场投研经验, 具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力, 汽车行业全覆盖。

分析师: 陈佳敏, 上海财经大学金融硕士, FRM, 三年汽车行业研究经验, 主要覆盖汽车零部件。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。