

万通智控 (300643.SZ)

强烈推荐 (维持)

NLP 成功认证推动车联网发展, TPMS 迎来新机遇

新技术与新模式落地, 车联网与 TPMS 均迎来新的发展机遇, 未来可期。

- **NLP 认证通过, 货车车联网未来空间可期。**根据公司 24 年年报, 公司使用低功耗射频技术生产的 NLP 传感器是全球独家低功耗 TPMS 产品。随着欧美商用车强制安装 TPMS 法规的推行, NLP 传感器已经被普利司通、固特异等企业大量采用在商用车上。公司基于车联网项目开发的车联网远程信息管理系统, 在 TPMS 基础上实现数据集成, 已在可口可乐、亚马逊等美国商用车车队批量安装使用。后续正式进入放量阶段。
- **未来 TPMS 业务会稳定增长。**公司首创云编程技术, 对于维修店而言不用购买编程设备, 且方便店主管理, 后续将推动公司业务增速上量。目前公司海外市占率约为 6%, 预期未来增速将上行。行业层面国内 TPMS 后装市场开始进入更换周期, 公司积极布局完整系统, 线上轮齿芯 APP, 线下 NFC 云编程, 随着开店数与生态完善, 我们看好公司国内市场发展。
- **软管业务与气门嘴业务保持稳定。**国内重卡进入以旧换新周期, 预期 25/26 年增速较快, 公司软管优势明显, 考虑到公司软管业务已经为全球龙头, 我们判断整体保持稳定。气门嘴方面公司竞争优势明显, 未来将保持稳定。
- **业绩重回增长轨道, 维持强烈推荐评级。**随着车联网业务快速放量, 公司业绩 25 年开始有望高增。预计 25-27 年公司归母净利润为 1.67/2.19/2.86 亿元, yoy 分别为 35%/31%/31%, 当前市值对应 PE 约为 21.7/16.5/12.7 倍。维持强烈推荐评级。
- **风险提示: 贸易摩擦加剧、美国经济衰退、原材料价格波动的风险、竞争格局恶化风险。**

TMT 及中小盘
目标估值: NA
当前股价: 15.71 元

基础数据

总股本 (百万股)	231
已上市流通股 (百万股)	230
总市值 (十亿元)	3.6
流通市值 (十亿元)	3.6
每股净资产 (MRQ)	5.2
ROE (TTM)	11.2
资产负债率	20.3%
主要股东	杭州万通智控控股有限公司
主要股东持股比例	43.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	21	57
相对表现	8	25	50



资料来源: 公司数据、招商证券

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1068	1083	1260	1522	1830
同比增长	-0%	1%	16%	21%	20%
营业利润(百万元)	132	145	196	256	334
同比增长	-20%	10%	35%	31%	30%
归母净利润(百万元)	120	124	167	219	286
同比增长	-10%	3%	35%	31%	31%
每股收益(元)	0.52	0.54	0.73	0.95	1.24
PE	30.3	29.3	21.7	16.5	12.7
PB	3.4	3.2	2.8	2.5	2.2

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
- 罗宇珩 研究助理
luoyuheng@cmschina.com.cn

正文目录

一、 万通智控：产品科技含量逐步提高.....	4
1、 气门嘴起家，TPMS 高增，车联网开始贡献收入和利润.....	4
2、 新产品放量推动公司业绩增长.....	5
二、 TPMS 业务：后装市场带动行业整体增长.....	6
1、 TPMS（胎压监测系统）：汽车三大安全系统之一.....	6
2、 TPMS 市场现状：稳定增长，外资占比较大.....	8
3、 TPMS 前装市场大于后装市场.....	9
4、 云编程促进公司获取更多市场份额.....	10
三、 车联网业务：汽车智能化大势所趋，公司相关业务深度受益.....	12
1、 NLP 认证通过，开始放量.....	12
2、 潜在空间较大.....	13
四、 解耦管路业务：重卡排气管路系统第一，有望受益于排放标准升级.....	14
五、 盈利预测与估值.....	16
1、 盈利预测.....	16
2、 估值.....	17
六、 风险提示.....	17

图表目录

图 1 公司发展历程图.....	4
图 2：2024 年公司内外销占比（%）.....	5
图 3：2024 年公司营收构成（%）.....	5
图 4：公司营业收入（亿元）及 yoy（%）.....	5
图 5：公司归母净利润（亿元）及 yoy（%）.....	5
图 6：公司各项费用率（%）.....	6
图 7：TPMS 安装位置.....	7
图 8：中国由爆胎引起的高速公路交通事故占比.....	7
图 9：美国由爆胎引起的高速公路交通事故占比.....	7
图 10：TPMS 工作流程.....	8
图 11：全球 TPMS 市场规模与增长.....	8

图 12: 全球 TPMS 市场份额 (2018)	9
图 13: 我国 TPMS 市场份额 (2018)	9
图 14: TPMS 销售中, OEM 的占比最高	10
图 15: 后装企业 (道通、万通) 毛利率高于前装市场 (保隆科技)	10
图 16: 公司产品展示	11
图 17: 公司云编程管理平台轮驰星	11
图 18: 公司“智汇万通”车联网远程信息管理系统	13
图 19: 公司车联网具体产品	13
图 20: 气密金属软管连接示意图	14
图 21: 全球商用车销量	14
图 22: 公司商用车解耦管路系统客户 (部分)	16
表 1: 全球 TPMS 安装政策	9
表 2: 公司多功能传感器覆盖品牌	11
表 3: 国六排放标准实施时间以及应用车型范围	15
表 4: 国五、国六排放标准污染物限值对比	15
表 5: 销售收入结构预测	17
附: 财务预测表	18

一、万通智控：产品科技含量逐步提高

1、气门嘴起家，TPMS 高增，车联网开始贡献收入和利润

万通智控全称万通智控科技股份有限公司，主要从事轮胎气门嘴、轮胎气压监测系统（TPMS）以及相关工具及配件的研发生产以及销售。公司前身为中外合资企业万通有限，由临平配件厂与德安国际于 1993 年共同出资成立。2015 年，经公司股东大会批准，公司整体变更为股份有限公司。经过多年的发展，公司已经成为我国领先的气门嘴专业制造商，在 AM 市场（售后服务市场）与 OEM 市场（整车配套市场）与众多知名企业建立了稳定的合作关系，公司凭借优质的产品以及先进的技术多次获得“高新技术企业”、“行业龙头标杆企业”、“杭州市著名商标”、“进出口名牌”等荣誉，在行业具有较高的地位以及影响力。

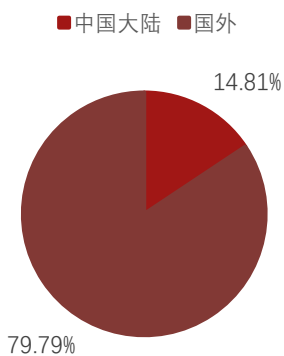
图 1 公司发展历程图



资料来源：公司招股说明书、公司年报、公司公告、招商证券

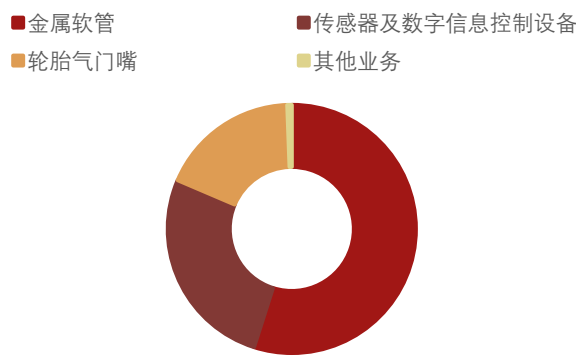
公司代表性产品为各类轮胎气门嘴，以 TPMS 及车联网为代表的新兴业务快速成长。公司自成立以来便始终致力于轮胎气门嘴的研发、生产与销售，并根据传统气门嘴的生产经验将自身业务领域扩张到 TPMS 领域。作为汽车零部件企业，公司主要在 OEM 市场服务于整车制造商及其一级供应商，在 AM 市场向各大汽车售后服务提供商供货。公司在两类市场均与行业头部客户建立了稳定的合作关系：在 OEM 市场，公司是沃尔沃集团、戴姆勒集团、上汽集团、北汽集团、长安集团等诸多知名整车厂配套供应商，与普利司通、中策集团、固特异、Prometeon、Haltec 等汽车零部件一级供应商建立了合作关系。在售后服务市场（AM 市场），公司各类产品多年来畅销于全球主要市场，公司与 Italmatic、Bartec、REMA 等品牌售后服务商开展紧密合作。2019 年公司通过收购 WMHG 公司获得排气管路系统及解耦元件业务，再度实现自身业务领域的重大扩张。当前，公司产品已成功进入北美、欧洲等发达国家市场，并努力在以我国为代表的发展中国家市场扩张。

图 2: 2024 年公司内外销占比 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

图 3: 2024 年公司营收构成 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

2、新产品放量推动公司业绩增长

2019-2020 年公司收入大幅增长，主要受益于 WMHG 并表。公司 2017 年营业收入为 3.2 亿元，2019 年起公司开始并表 WMHG 推动业绩增速提高，2020 年增长至 7.9 亿元。公司 2021 年实现收入 10.23 亿元，2017-2021 年 CAGR 约为 33.7%。

公司 21 年利润大幅增长，2019 年由于并购支出较多的中介费用导致利润下滑。公司 2017-2018 年净利润基本稳定，分别达到 0.35/0.32 亿元，2019 年由于并购 WMHG 公司支出了较多的中介费用导致归母净利润同比下滑 38.9%至 0.20 亿元，2020 年回升至 0.36 亿元，同比增长 83.3%。公司 2021 年实现归母净利润 1.1 亿元，同比大幅增长 203.2%。

公司 22 年车联网增长推动业绩增长，23-24 年由于新技术验证导致利润微幅震荡。22 年公司归母利润为 1.34 亿元，其中车联网业务收入同比增长 3 倍多，达 9175 万元。进入 23 年，公司开始研发新的 NLP 传感器器件，由于认证需要时间，公司 23 年车联网收入仅 925 万元。24 年下半年开始公司 NLP 传感器逐步得到客户认证，实现销售收入 2084 万元。随着欧美商用车强制安装 TPMS 法规的推行，NLP 传感器已经被普利司通、固特异等企业大量采用在商用车上。预期后续发展速度较快。

图 4: 公司营业收入 (亿元) 及 yoy (%)

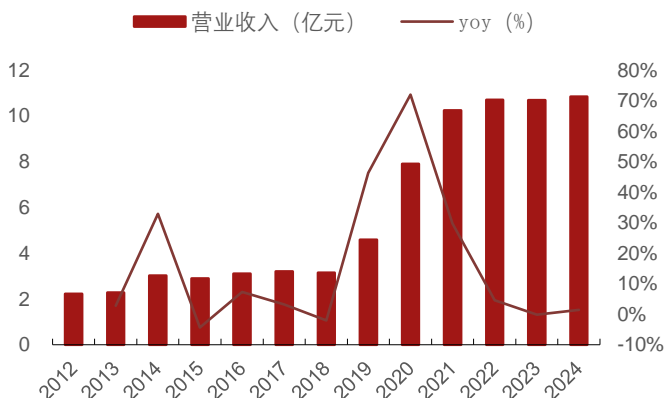
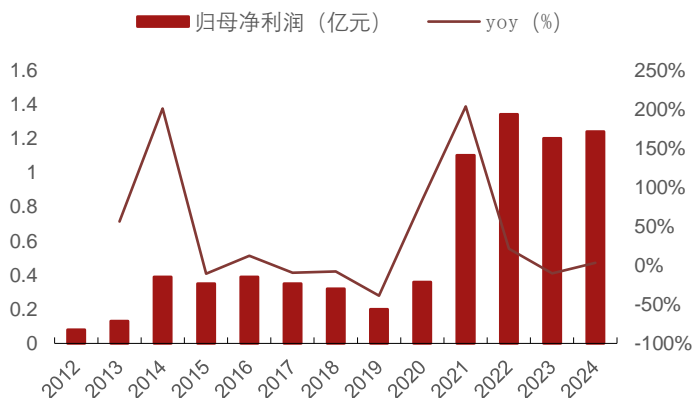


图 5: 公司归母净利润 (亿元) 及 yoy (%)

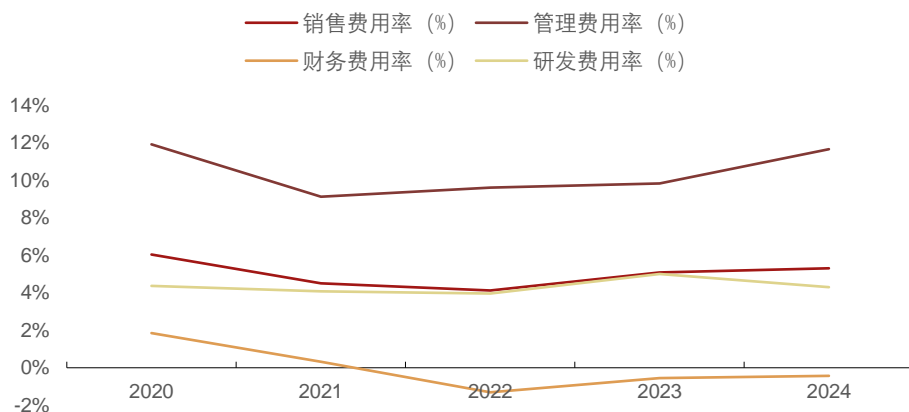


资料来源：Wind，招商证券

资料来源：Wind，招商证券

受到收购相关支出影响，公司费用率波动较大，后续开始稳定。细分来看，公司销售费用率整体保持在6%以下波动较小，财务费用率整体处于低位，其中2020年公司财务费用率由2019年的0%提升至1.85%，主要系2019年四季度实施重大资产收购而取得银行长期借款以及当年外汇汇率变动影响汇兑损益导致。2017-2020年公司管理费用率分别为11.6%/10.2%/14.8%/11.9%，其中2020年公司管理费用率较高主要是由于公司实施重大资产收购而支付了大量的中介机构费用。2021年，公司费用率整体下降，销售费用率由6%下降至4.5%，管理费用率由11.9%下降至9.1%，财务费用率由1.85%下降至0.3%。22-24年公司费用率基本保持稳定。

图 6：公司各项费用率（%）



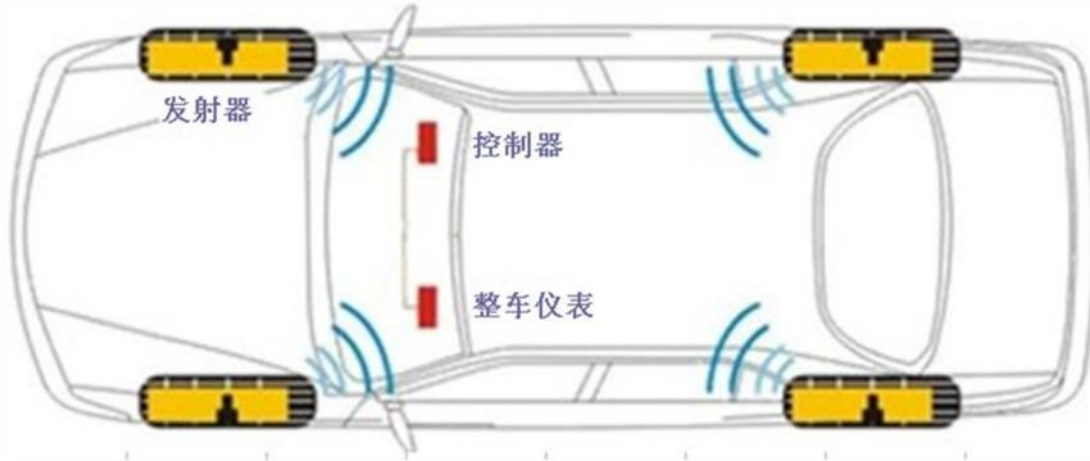
资料来源：Wind，招商证券

二、TPMS 业务：后装市场带动行业整体增长

1、TPMS（胎压监测系统）：汽车三大安全系统之一

TPMS 与 ABS（防抱死系统）以及安全气囊共同作为汽车三大安全系统对行车安全起到至关重要的作用。TPMS 是通过安装在车轮内的高灵敏度微型无线传感装置通过无线传感技术将汽车轮胎的压力、温度等重要数据以数字化的形式呈现在驾驶室内供驾驶员读取，并能够在数据异常时对驾驶员进行主动提醒（语音、蜂鸣等形式）。根据公司招股书披露的数据，我国与美国分别有 70%与 80% 在高速公路上发生的交通事故是由爆胎引起的，因此 TPMS 对胎压的检测功能以及异常提醒对行车安全具有重要意义。

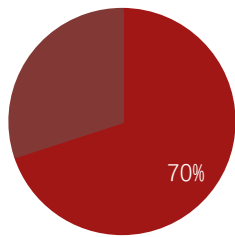
图 7: TPMS 安装位置



资料来源: 保隆科技招股说明书、招商证券

图 8: 中国由爆胎引起的高速公路交通事故占比

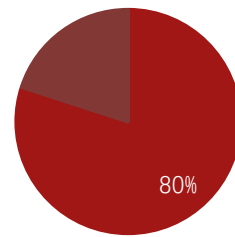
■ 爆胎引起的高速公路事故率 ■ 其他原因



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

图 9: 美国由爆胎引起的高速公路交通事故占比

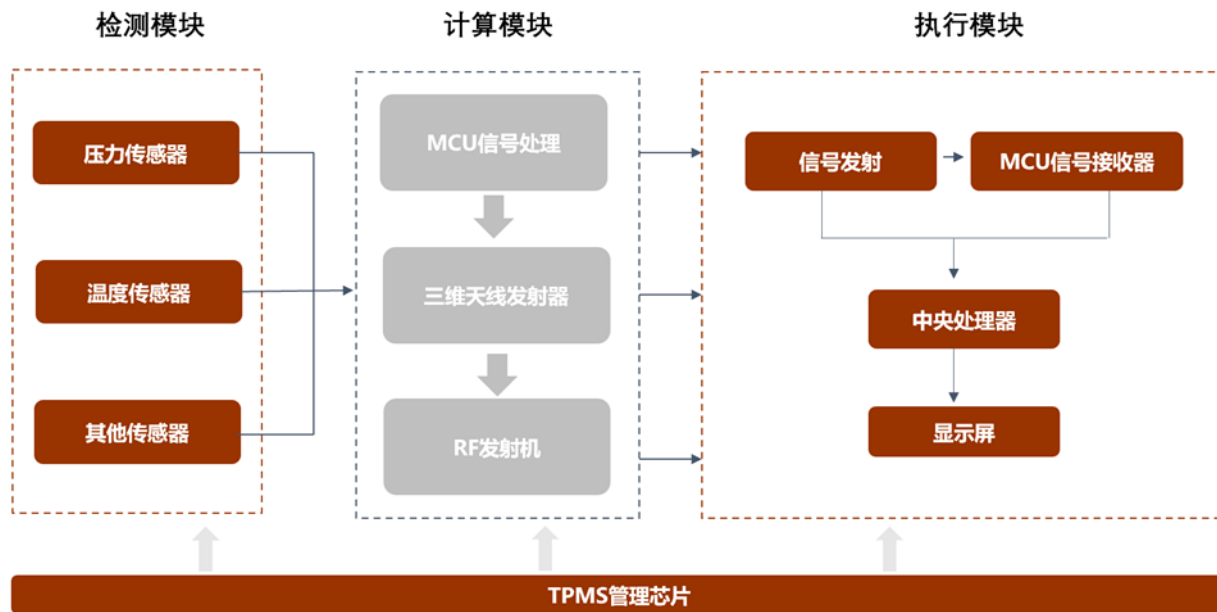
■ 爆胎引起的高速公路事故率 ■ 其他原因



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

TPMS 由发射器、控制器以及显示界面三部分构成监测模块、计算模块以及执行模块以共同完成安全保护。其中 1) 检测模块: 包含各类传感器 (包括温度传感器、加速度传感器、转速传感器等), 该模块通过传感器监测轮胎实时信息, 经模数转换电路转化后传送给执行模块。2) 处理计算模块: 集成了低频和射频通信技术的 MCU、三维发射天线以及 RF 发射单元, 其中 MCU 处理负责处理传感器传达的实时信息, 并通过 RF 发射单元发送给接收器。接收模块包括天线、MCU 和显示器等。3) 接收模块: 由天线、MCU 和显示器等器件构成, 主要负责接收信息并通知驾驶员。

图 10: TPMS 工作流程

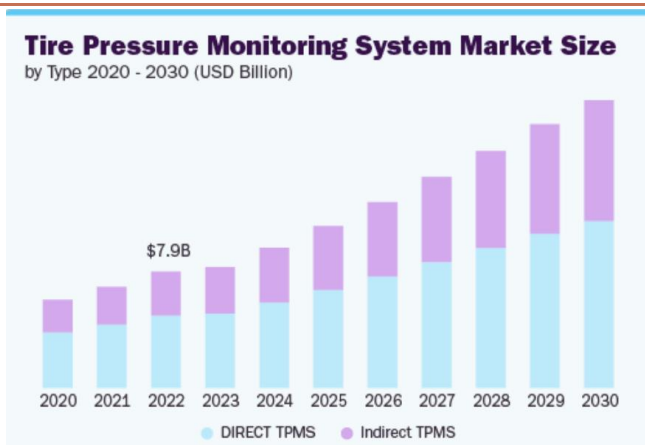


资料来源：招商证券中小盘组报告《万通智控：不断进阶的汽车电子公司》（2022.5.16）

2、TPMS 市场现状：稳定增长，外资占比较大

全球 TPMS 市场近年来呈现出稳定增长的趋势。据 Grand View Research 全球轮胎压力监测系统市场规模预计在 2023 年为 82.4 亿美元，并有望从 2024 年至 2030 年期间以 12.7% 的复合年增长率（CAGR）增长率。整体市场属于稳定增长状态。

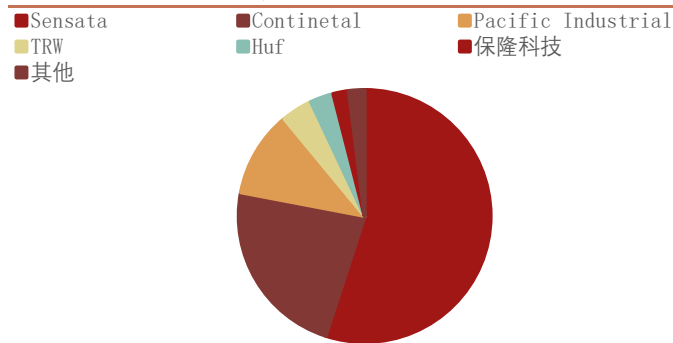
图 11: 全球 TPMS 市场规模与增长



资料来源：Grand View Research，招商证券

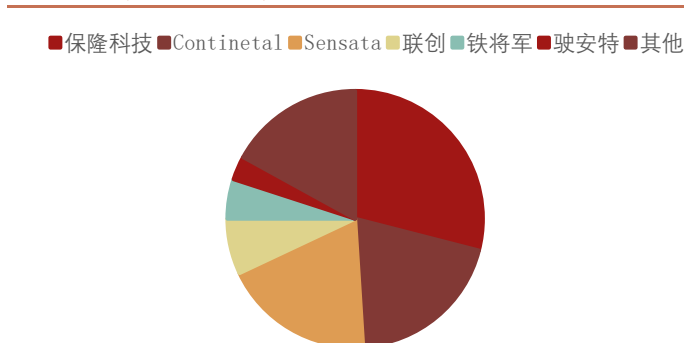
全球市场寡头垄断，国内市场仍有较大外资占比。根据华经产业研究院数据，森萨塔占据了全球 TPMS 市场约 55% 的份额，处于垄断地位，大陆与太平洋工业分别占据 23% 与 11%，位列第二名与第三名，全球 TPMS 市场 CR3 高达 89%，处于寡头垄断格局；国内方面，保隆科技为我国第一大 TPMS 供应商，占据约 29% 的市场份额，大陆与森纳塔分别占据 20% 与 19% 的市场份额，位列第二与第三。

图 12: 全球 TPMS 市场份额 (2018)



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

图 13: 我国 TPMS 市场份额 (2018)



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

3、TPMS 前装市场大于后装市场

TPMS 渗透率: 强制安装法规推动 TPMS 渗透率迅速提升。由于 TPMS 能够有效减少因胎压异常导致的交通事故, 欧盟、美国以及韩国等大部分的发达国家以及地区均先后出台了 TPMS 强制安装的法案, 我国也在 2017 年 10 月份正式批准了《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》, 强制要求自 2019 年 1 月 1 日起, 中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS; 自 2020 年 1 月 1 日起, 所有在产乘用车均要求强制安装 TPMS, 在相关法案的推动下, 我国乘用车 TPMS 渗透率迅速提升。

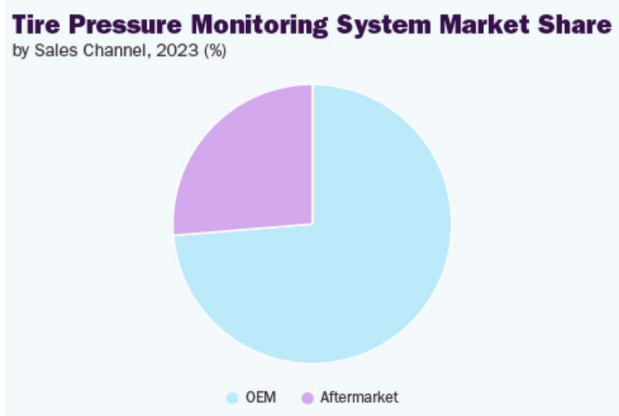
表 1: 全球 TPMS 安装政策

国家/地区	相关法案发布时间	法案内容
美国	2005.4	新出厂的轻型汽车 TPMS 装配率分为三个阶段。2005 年 10 月 5 日起达到 20%, 2006 年 9 月 1 日起达到 70%, 2007 年 9 月 1 日起达到 100%。
欧盟	2009.7	自 2012 年 11 月 1 日之后, 对于未装配 TPMS 的乘用车新车型不予认证, 2014 年 11 月 1 日之后, 对于未装配 TPMS 的乘用车不允许销售和注册。
韩国	2010.7	所有乘用车和总重 ≤ 3.5 吨的车辆必须按照以下时间节点要求安装 TPMS: 新车型从 2013 年 1 月 1 日起; 所有车型从 2014 年 6 月 30 日起。
中国台湾地区	2013.11	从 2013 年 11 月 1 日起, 在 M1 和 N1 类车型强制安装 TPMS, 2015 年 7 月 1 日起各形式的 M1 和 N1 应安装 TPMS。
中国大陆	2017.10	自 2019 年 1 月 1 日起, 中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS; 自 2020 年 1 月 1 日起, 所有在产乘用车均要求强制安装 TPMS

资料来源: 中国产业信息网、公司招股说明书、招商证券

OEM 市场目前占据绝大多数市场空间。在各类销售渠道中, OEM 占比最大。消费者对车辆安全与维护意识的提升起到关键作用——购车者在购车时愈发重视胎压监测系统 (TPMS) 等先进安全配置。汽车制造商正通过将 TPMS 纳入标准配置或可选安全套装来把握这一趋势。此外, TPMS 技术进步 (如支持实时胎压数据传输与预警的智能化/网联化系统开发) 正进一步推动 OEM 厂商的采用。

图 14: TPMS 销售中, OEM 的占比最高

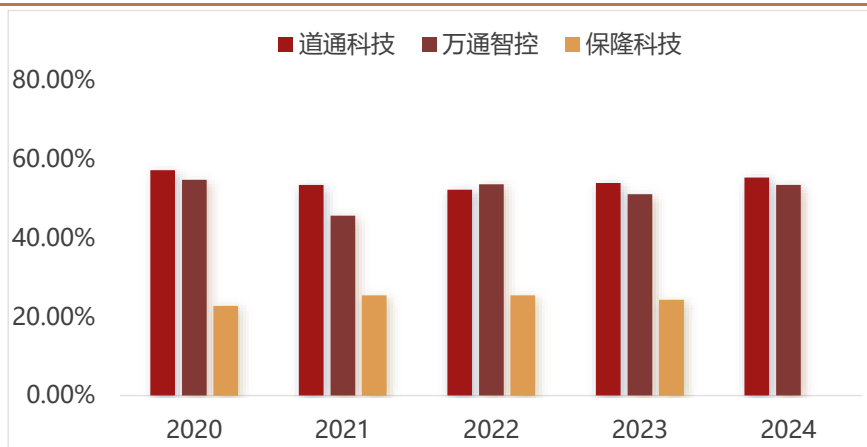


资料来源: Grand View Research, 招商证券

4、云编程促进公司获取更多市场份额

前装市场采购量大,后装市场毛利率较高。由于 OEM 市场直接面对整车厂客户,通常具有采购量大、单价低的特点,竞争的核心点为成本管控。而后装市场通常面对汽配厂与售后服务店,议价能力与显著低于整车厂,加上后装市场通常需要 TPMS 厂商具有通信协议破解以及软件适配的能力,具有较高的增值服务空间,因此通常有着相对较高的毛利率,因此后装市场的核心竞争点则是在于通信协议的破解(例如一个 TPMS 可装车多个品牌的车辆,减少汽配店等客户的备货难度)以及售后服务质量。

图 15: 后装企业(道通、万通)毛利率高于前装市场(保隆科技)



资料来源: 各公司公告、招商证券

公司行业经验丰富,产品竞争力强劲。公司 TPMS 业务脱胎于自身气门嘴业务,是国内最早研发 TPMS 传感器的企业之一,拥有完整知识产权和核心技术,现已成功开发乘用车、商用车、摩托车等各类 TPMS 产品,并给整车厂配套,出货量位居全国前三。已成功积累了充足的技术储备、丰富的客户资源以及良好的市场口碑。

公司产品解决后装市场两大痛点,未来有望随着 TPMS 更新周期快速放量。1) 后装市场主要是通过零售端销售给汽车维修厂、4S 店和轮胎供应商,由于售后服务市场的企业服务于各大品牌车主,由于整车具备自身独特的通信协议且不互

通，因此通常情况下零售商需要针对不同品牌的汽车进行专门的备货，极大的增加了备货管理的难度。公司 TPMS 产品通过自身的多功能应用传感器可实现大多数品牌的覆盖，可编程传感器可覆盖超过 95% 的车型，极大的减低了下游厂商备货难度。2) 针对售后市场 TPMS 传感器需专业工具编程才能使用的痛点，公司开发出行业内首个基于近场通信的配置 NFC 功能的传感器，用户可不通过专业工具，而是通过手机、平板、PC 可以对其进行直接编程，实现终端在线升级和云编程，具备编程速度快、抗干扰、体验好、操作简单等优点，在欧洲冬季胎的应用上突显其优势。

表 2: 公司多功能传感器覆盖品牌

传感器型号	覆盖品牌
PRO-1001	别克、凯迪拉克、雪佛兰、GMC、悍马、五十铃、庞蒂克、萨博、土星（通用汽车旗下）、铃木
PRO1002	克莱斯勒、道奇、吉普、福特、林肯、水星（福特旗下）、马自达、三菱汽车
PRO1003	克莱斯勒、道奇、吉普、福特、林肯、水星（福特旗下）、三菱汽车
PRO1004	丰田、雷克萨斯、赛恩（北美丰田旗下）、日产、英菲尼迪
PRO1005	本田、讴歌（本田旗下）
PRO1006	现代起亚
PRO1007	宝马、奔驰、奥迪、大众

资料来源：公司官网、招商证券

NFC 功能与完善的生态系统打造推动公司获取更多份额。公司云编程只需要在手机上下载相关 app 就可以使用。当有客户来维修时，打开公司 APP 可以对 TPMS 进行编程，非常方便。对于修车行老板来说，通过后台可以清楚的了解每个修车师傅在什么时点修了什么车，方便整体管理。后续随着中国市场、欧洲市场的快速起量，公司依托新方式将获得更多市场份额，从而实现较快增长。

图 16: 公司产品展示



资料来源：公司年报，招商证券

图 17: 公司云编程管理平台轮驰星



资料来源：公司 APP、招商证券

三、车联网业务：汽车智能化大势所趋，公司相关业务深度受益

1、NLP 认证通过，开始放量

公司产品壁垒显著。公司 21 年成功将基于脉冲位置调制技术原理的 Micro.Sp 技术（也称 PPM 技术）应用在自身的车用传感器上，形成了独特的性能优势，主要包括 1) Micro.Sp 技术传输数据所需用电量仅为市场上常见的 FSK 技术的十分之一；2) 低功耗使得最大程度地降低电池供电需求，有利于实现产品微型化，从而满足各种结构设计及应用场景的需求，应用场景可以横跨汽车、电信、物联网等不同行业；3) 低功耗使得在相同电池容量的条件下，无线传感器使用寿命大幅度提升，从而降低产品的使用成本；4) 公司在制造过程中形成大量专利，建立护城河。公司通过信号接收机集成了 FSK、PPM、蓝牙等不同通讯方式，帮助客户集中管理不同的传感器数据，为客户带来更大的使用价值。尤其是在存量车队改造方面优势明显。

从 22 年开始进一步 NLP 技术，23 年认证初期，24 年已经小批量导入。公司 22 年车联网收入为 9175 万元，23 年车联网由于新技术（NLP）的认证导入导致整体收入降低到 925 万。新的 NLP 技术具有更低的功耗，同时制造成本降低。24 年开始，客户逐步规模采用公司技术，24 年销售收入 2084 万元，已经开始强劲恢复。NLP 传感器已经被普利司通、固特异等企业大量采用在商用车上。公司基于车联网项目开发的车联网远程信息管理系统，在 TPMS 基础上实现数据集成，已在可口可乐、亚马逊等美国商用车车队批量安装使用。后续公司车联网市场发展会比较快。

公司车联网传感器产品矩阵逐渐完善，未来有望具备提供完整解决方案的能力。公司在自身 TPMS 传感器的基础之上进一步开发出了多种汽车传感器产品，如 OTR 传感器（主要用于工程车辆）；延长杆传感器（适用于双胎的安装）；自动充放气传感器等，并以此为通信终端，将数据集成后传输给车辆和云端，开发出了“智汇万通”车辆远程信息管理系统，可基于 T-BOX 数据实现车辆定位，实时监控，轮胎管理等多种功能，为驾驶员和车队管理者提供信息服务，实现车队的智能化管理。与此同时，公司正加紧研发液位传感器，空气过滤传感器，刹车盘传感器等各种无线传感器，不断完善车联网远程信息管理系统，在未来有望具备为客户提供完整车联网解决方案的能力。当前已有包括可口可乐、亚马逊等美国知名公司的商用车队开始批量安装使用公司产品。

图 18: 公司“智汇万通”车联网远程信息管理系统



资料来源: 公司年报、招商证券整理

2、潜在空间较大

公司使用低功耗射频技术生产的 NLP 传感器是全球独家低功耗 TPMS 产品。随着欧美商用车强制安装 TPMS 法规的推行, NLP 传感器被普利司通、固特异等企业大量采用在商用车上, Hamaton 的市场份额和品牌地位得到进一步提升。公司基于车联网项目开发的车联网远程信息管理系统, 在 TPMS 基础上实现数据集成, 已在可口可乐、亚马逊等美国商用车车队批量安装使用, 奠定了公司在商用车智能网联行业的地位。

中国国内车联网市场达 806 亿元。2019 年 12 月, 由中国汽车工程研究院股份有限公司和罗兰贝格管理咨询公司联合制作的全国首份《商用车车联网白皮书》显示, 中国商用车车联网市场正在经历从“政策监管驱动”向“市场需求驱动”逐步转型, 未来受关键技术发展、下游行业需求、各类玩家参与驱动等因素影响, 将保持快速发展, 预计中国商用车车联网市场将保持 28% 的复合增速, 到 2025 年市场规模将达到 806 亿元。

图 19: 公司车联网具体产品

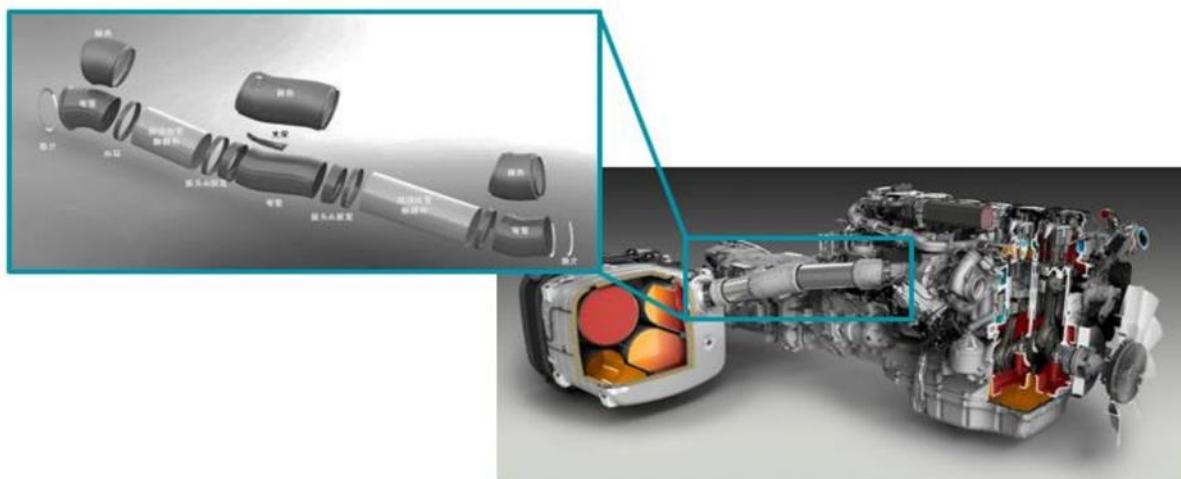


资料来源: 公司年报、招商证券整理

四、解耦管路业务：重卡排气管路系统第一，有望受益于排放标准升级

解耦管路系统是商用车排气管路系统的重要组成部分。其柔性解耦元件主要分为缠绕金属软管和气密金属软管，被用于连接车辆发动机和尾气后处理系统，要起到吸收并减缓发动机振动、承受荷载、降低噪声和补偿发动机位移及各个管件之间的安装公差等作用。

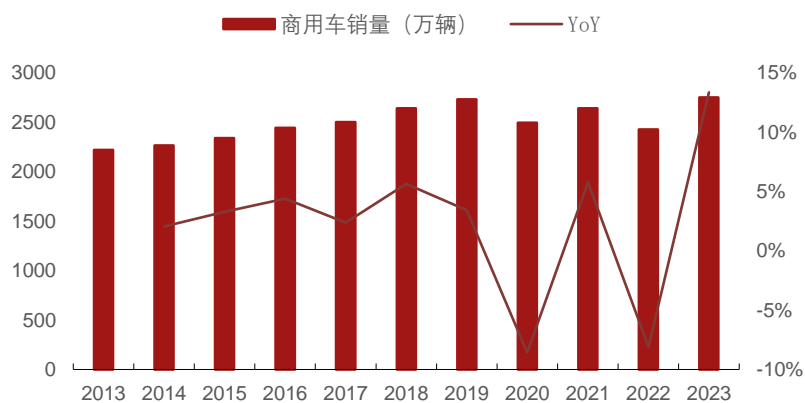
图 20：气密金属软管连接示意图



资料来源：公司年报、招商证券整理

全球范围内商用车销量稳定。2017 年全球范围内分别销售了 2130 万辆商用车，2024 年增长至 2850 万辆、总体保持稳健增长趋势。

图 21：全球商用车销量



资料来源：Wind、招商证券

国六排放标准下发动机工作温度高达 650℃ 以上，对商用车解耦管路系统提出了更高的质量要求。根据我国生态环境部与 2018 年发布的《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（重型车国六标准）中的规定，国六标准将采用分两个阶段实施，分别是国六 a 和国六 b 两个排放限值方案，国六 a 将于 2019 年 7 月 1 日实施，2020 年 7 月 1 日对城市车辆（城市公交车、环卫车、邮政车等）实施，2021 年 7 月 1 日对所有车辆实施；国六 b 将于 2021 年 1 月 1

日对燃气车辆实施，2023年7月1日将对所有车辆全面实施“国六”排放标准。我们认为，在环保的主旋律背景下，包括我国在内的世界各国未来将不断制定更加严格的排放标准，发动机工作环境还会进一步变化，有望不断为解耦管路系统创造新的需求。

表 3: 国六排放标准实施时间以及应用车型范围

功能	时间	应用车型
国六 a	2019 年 7 月 1 日	燃气车辆
	2021 年 7 月 1 日	城市车辆
	2021 年 7 月 1 日	所有车辆
国六 b	2021 年 7 月 1 日	燃气车辆
	2023 年 7 月 1 日	所有车辆

资料来源：生态环境部、公司投资者论坛问答、招商证券

表 4: 国五、国六排放标准污染物限值对比

排放物	国五	国六 a	国六 b
一氧化碳	1000 (mg/km)	700 (mg/km)	500 (mg/km)
碳氧化合物	100 (mg/km)	100 (mg/km)	50 (mg/km)
非甲烷总烃	68 (mg/km)	68 (mg/km)	35 (mg/km)
氮氧化合物	60 (mg/km)	60 (mg/km)	35 (mg/km)
PM 颗粒	4.5 (mg/km)	4.5 (mg/km)	3 (mg/km)

资料来源：生态环境部、招商证券

公司是全球知名商用车和非道路移动机械的一级供应商，拥有领先的技术以及丰富的客户资源。公司全资子公司 WMHG 的解耦管路系统在全球重型卡车排气管路系统中常年保持第一位。主要客户涵盖国际领先的主机厂，包括戴姆勒、沃尔沃、斯堪尼亚、MAN 等国际大型整车厂，国内客户开拓了诸如一汽解放、中国重汽、陕西重汽、三一重工等知名客户。根据公司 2021 年年报披露数据，WMHG 在欧洲卡客车市场占有率约为 43%，中国卡客车市场占有率约为 37%，北美卡客车市场占有率约为 25%。

图 22: 公司商用车解耦管路系统客户 (部分)



资料来源: 公司年报、招商证券整理

公司的气密金属软管性能充分满足目前排放标准日益上升的监管趋势。WMHG 是目前全球唯一能提供带状缠绕焊接软管的气密解决方案的生产商, 其 GTH 气密管能够确保发动机出口和尾气处理入口之间的完美连接。公司产品具有以下优点: 1) 低硬度导致相邻部件的反作用力小, 完美消除发动机震动对设备的影响; 2) 位移解耦, 保护相邻部件不被破坏; 3) 符合世界范围内所有已知的排放法律要求; 4) 由于气隙概念, 管外表面温度低; 5) 可提供不同的直径和长度, 无需额外的模具费用。国内商用车尤其是中高端品牌对此类软管需求具有不可替代性, 同时由于公司是国内唯一一家拥有该技术类型的生产商, 已经具备国内市场竞争主导地位, 有望深度受益于国内排放标准升级。

五、盈利预测与估值

1、盈利预测

TPMS 业务: 后装市场更新周期到来, 公司产品覆盖车型广显著降低下游客户备货难度, 具备独特的竞争优势, 预计 25-27 年收入分别为 3.06/3.61/4.34 亿元。

车联网业务: 公司车联网业务具有独特技术优势, 未来具有广阔的发展空间。22 年本来已经起量, 但由于新技术导入验证中断使用。新技术已经于 24 年验证完毕, 已经被普利司通、固特异等企业大量采用在商用车上。公司基于车联网项目开发的车联网远程信息管理系统, 在 TPMS 基础上实现数据集成, 已在可口可乐、亚马逊等美国商用车车队批量安装使用。预计 25-27 年收入分别为 1.5/2.4/3.6 亿元

解耦管路系统: 公司竞争优势显著, 客户资源优质, 是目前全球唯一能提供带状缠绕焊接软管的气密解决方案的生产商, 有望受益于国六切换以及世界其他地区排放标准的升级, 预计未来需求将维持稳定。预计 25-27 年收入分别为 5.83/7/8.04 亿元。

气门嘴业务: 公司传统业务, 在中高端市场中具有较强的竞争力, 未来有望保持稳定。预计 25-27 年收入分别为 2.14/2.14/2.25 亿元。

表 5: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,067.62	1083.45	1260.22	1522.02	1830.04
轮胎气门嘴	183.69	194.89	214.38	214.38	225.10
TPMS	205.19	266.32	306.26	361.39	433.67
车联网远程信息管理系统	9.25	20.84	150.08	240.12	360.19
其他	6.05	6.38	6.38	6.38	6.38
解耦管路系统	663.44	595.02	583.12	699.74	804.71
收入增长率	-0.16%	1.48%	16.32%	20.77%	20.24%
轮胎气门嘴	-23.57%	6.1%	10%	0%	5%
TPMS	17.50%	29.8%	15%	18%	20%
车联网远程信息管理系统	-89.92%	125.3%	6.2	60%	50%
其他	-25.70%	5.5%	0%	0%	0%
解耦管路系统	19.65%	-10.3%	-2%	20%	15%
毛利率	31.23%	34.54%	37.03%	38.48%	40.03%
轮胎气门嘴	20.95%	26.15%	26.15%	26.15%	26.15%
TPMS	51.11%	53.45%	48.00%	48.00%	48.00%
车联网远程信息管理系统	63.93%	70.06%	67.00%	67.00%	67.00%
其他	58.18%	36.15%	36.15%	36.15%	36.15%
解耦管路系统	27.22%	27.57%	27.57%	27.57%	27.57%

资料来源: 公司数据、招商证券

2、估值

业绩重回增长轨道，维持强烈推荐评级。随着车联网业务快速放量，公司业绩有望高增。预计 25-27 年公司归母净利润为 1.67/2.19/2.86 亿元，yoy 分别为 35%/31%/31%，当前市值对应 PE 约为 21.7/16.5/12.7 倍。维持强烈推荐评级。

六、风险提示

贸易摩擦加剧风险: 目前整体影响有限，如果贸易摩擦进一步加剧，将对公司利润造成一定影响。

美国经济衰退风险: 如果美国经济开始衰退，可能会对公司利润造成较大影响。

原材料价格波动的风险: 公司主要原材料为金属、橡胶等商品，近期收到地缘政治事件影响，大宗商品价格波动剧烈，若是未来原材料价格持续上涨将对公司利润产生负面影响。

竞争格局恶化的风险: 公司大力发展的车联网行业正处于快速发展的阶段，市场空间增速较快，若是未来吸引更多竞争者进入车联网行业则有可能导致竞争格局恶化，进而影响公司业绩。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	779	851	1020	1261	1557
现金	249	254	353	485	654
交易性投资	62	105	105	105	105
应收票据	10	10	12	14	17
应收款项	234	220	256	309	371
其它应收款	6	9	10	12	15
存货	188	228	255	301	353
其他	30	25	29	35	42
非流动资产	636	616	582	552	526
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	436	414	394	377	362
无形资产商誉	144	140	126	114	102
其他	56	62	62	62	62
资产总计	1415	1467	1602	1814	2083
流动负债	285	282	284	324	368
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	173	192	215	254	297
预收账款	2	2	3	3	4
其他	110	87	66	67	68
长期负债	61	40	40	40	40
长期借款	19	2	2	2	2
其他	42	38	38	38	38
负债合计	346	321	324	363	408
股本	230	231	231	231	231
资本公积金	400	406	406	406	406
留存收益	428	509	639	808	1029
少数股东权益	11	0	2	6	10
归属于母公司所有者权益	1058	1145	1276	1445	1665
负债及权益合计	1415	1467	1602	1814	2083

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	128	172	170	195	248
净利润	123	125	170	222	290
折旧摊销	52	57	64	61	57
财务费用	(4)	(2)	(7)	(7)	(7)
投资收益	(8)	(3)	(11)	(11)	(11)
营运资金变动	(27)	0	(47)	(70)	(82)
其它	(9)	(5)	0	0	0
投资活动现金流	(64)	(83)	(20)	(20)	(20)
资本支出	(78)	(34)	(31)	(31)	(31)
其他投资	14	(49)	11	11	11
筹资活动现金流	(64)	(87)	(51)	(43)	(59)
借款变动	(57)	(56)	(21)	0	0
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	7	6	0	0	0
股利分配	(27)	(37)	(37)	(50)	(66)
其他	13	(1)	7	7	7
现金净增加额	(0)	2	99	132	169

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1068	1083	1260	1522	1830
营业成本	734	709	794	936	1098
营业税金及附加	6	6	7	8	10
营业费用	54	57	67	81	97
管理费用	105	126	147	177	213
研发费用	53	47	63	76	92
财务费用	(6)	(5)	(7)	(7)	(7)
资产减值损失	(4)	(8)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
其他收益	7	7	7	7	7
投资收益	8	3	3	3	3
营业利润	132	145	196	256	334
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	3	3	3	3
利润总额	132	143	193	253	331
所得税	9	17	24	31	41
少数股东损益	3	2	2	3	4
归属于母公司净利润	120	124	167	219	286

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-0%	1%	16%	21%	20%
营业利润	-20%	10%	35%	31%	30%
归母净利润	-10%	3%	35%	31%	31%
获利能力					
毛利率	31.2%	34.5%	37.0%	38.5%	40.0%
净利率	11.2%	11.4%	13.3%	14.4%	15.6%
ROE	11.9%	11.2%	13.8%	16.1%	18.4%
ROIC	10.8%	10.7%	13.5%	16.0%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	24.5%	21.9%	20.2%	20.0%	19.6%
净负债比率	4.1%	1.6%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	2.7	3.0	3.6	3.9	4.2
速动比率	2.1	2.2	2.7	3.0	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	3.8	3.4	3.3	3.4	3.4
应收账款周转率	4.6	4.6	5.1	5.2	5.1
应付账款周转率	3.7	3.9	3.9	4.0	4.0
每股资料(元)					
EPS	0.52	0.54	0.73	0.95	1.24
每股经营净现金	0.55	0.75	0.74	0.85	1.07
每股净资产	4.58	4.96	5.53	6.26	7.22
每股股利	0.16	0.16	0.22	0.28	0.37
估值比率					
PE	30.3	29.3	21.7	16.5	12.7
PB	3.4	3.2	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	20.7	18.6	14.2	11.6	9.4

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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、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。