

邦德股份 838171.BJ

汽车行业

分析师：张诗瑶

执业证书编号：S1410524040001

联系人：王金帅

执业证书编号：S1410123090009

投资评级： 买入（首次）

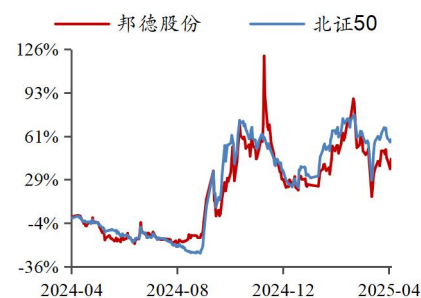
当前价格： 14.89元

市场数据

总股本(百万股)	130.82
A 股股本(百万股)	130.82
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	44.25
12 个月最高/最低(元)	25.45/9.17
第一大股东	吴国良
第一大股东持股比例(%)	72.13
上证综指/沪深 300	3286.65/3775.08

数据来源：聚源 注：2025 年 4 月 29 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-2.96	-6.58	-15.10
绝对收益	-4.01	15.61	44.75

数据来源：聚源 注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

定位冷凝器 ODM 供应商，产品覆盖全球畅销车型

投资要点：

- ◆公司定位散热系统供应商，山东省“专精特新”企业。公司主要产品包括平行流式冷凝器、平行流式油冷器等系列，涵盖两千余类产品型号，广泛应用于汽车冷却系统等热交换领域。截止到 2024 年底，分产品来看，冷凝器产品占比最高；分地区来看，公司收入以外销为主；分客户来看，2024 年公司前五大客户占比合计为 42.10%，客户系全球汽车后市场知名零部件企业。实控人持股比例高达 74.77%，控制权稳定。公司 2020-2024 年收入保持稳定增长态势。其中，2020-2024 年营业收入和归母净利润年化复合增长率分别为 22.32%、21.38%。
- ◆汽车后市场规模持续增长，全球汽车热交换器市场份额集中。北美汽车后市场汽配公司市场格局集中，市场规模维持平稳增长，预计 2029 年美国汽车后市场的市场规模将达到 4600 亿美元以上。中国汽车后市场概况：汽车保有量持续增长，平均车龄明显提升。中国汽车后市场总体规模在 2025 年将达到 1.9 万亿元，2022 年至 2025 年平均复合增速达 5%。电装、翰昂、马勒、法雷奥四大巨头在 2021 年全球汽车热交换器市场份额超过 70%。根据长期的经营经验，冷凝器事故更换率行业经验值为汽车保有量的 1%-1.5%。
- ◆ODM 模式下产品开发能力优秀，产品覆盖车型广盈利能力领先。公司产品开发和技术研发能力优秀，产品覆盖全球畅销车型。公司以 ODM 模式为主，对下游客户的客户依赖度低、议价能力强；同时，公司海外收入占比较高，打入美国和荷兰等全球汽车后市场知名零部件分销商的采购体系，成为其冷凝器品类的核心供应商。截止到 2024 年底，在可比公司中，公司毛利率和净利率均领先同行。
- ◆估值和投资建议：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3.99/4.59/5.27 亿元，同比增速分别为 14.95%、14.89%、14.89%，归母净利润分别为 1.05/1.22/1.42 亿元，同比增速分别为 18.49%、16.30%、16.42%，对应的 EPS 分别为 0.80/0.93/1.09 元，对应当前股价（2025 年 4 月 29 日）的 PE 分别为 18.53X/15.93X/13.69X。结合对标公司的估值以及我们对邦德股份的分析，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆风险提示：人民币兑美元汇率波动风险和关税风险；不具有自主品牌的风险；人工成本上升风险；产品类别相对集中的风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	329.16	347.19	399.09	458.52	526.78
增长率（%）	-2.55%	5.48%	14.95%	14.89%	14.89%
归母净利润（百万元）	85.90	88.71	105.11	122.25	142.32
增长率（%）	10.18%	3.28%	18.49%	16.30%	16.42%
ROE（%）	17.00%	15.89%	16.43%	16.62%	16.71%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.66	0.68	0.80	0.93	1.09
P/E（倍）	22.68	21.96	18.53	15.93	13.69
P/B（倍）	3.86	3.49	3.05	2.65	2.29

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司介绍	1
1.1 发展历程：公司定位散热系统供应商，山东省“专精特新”企业	1
1.2 产品介绍：冷凝器产品占比最高，公司收入以外销为主	1
1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定	5
1.4 财务分析：收入规模稳定增长，盈利能力稳中有升	6
2 汽车及汽车后市场行业发展概况	7
2.1 全球汽车销量缓慢复苏，国内汽车销量稳中有升	7
2.2 汽车后市场行业分析	9
2.2.1 北美汽车后市场概况：汽配公司市场格局集中，市场规模维持平稳增长	10
2.2.2 中国汽车后市场概况：汽车保有量持续增长，平均车龄明显提升	11
2.3 热交换器行业分析	13
2.3.1 汽车热交换器行业发展概况	14
2.3.2 汽车热交换器行业发展趋势	14
3 ODM 模式下产品开发能力优秀，产品覆盖车型广盈利能力领先	16
3.1 产品开发和技术研发能力优秀，产品覆盖全球畅销车型	16
3.2 ODM 模式为主，盈利能力领先同行	17
4 盈利预测及估值	22
4.1 公司收入利润增长的主要逻辑	22
4.2 估值及建议	23
5 风险提示	23

图表目录

图 1、公司发展历程	1
图 2、汽车空调系统制冷工作原理图	2
图 3、平行流式冷凝器产品介绍	2
图 4、平行流式油冷器产品介绍	3
图 5、集流管及其组件	3
图 6、公司各产品营业收入结构（亿元）	4
图 7、公司各产品营业收入占比（%）	4
图 8、公司国内外各地区收入结构（亿元）	4
图 9、公司国内外各地区收入占比（%）	4
图 10、2024 年公司前五大客户收入占比（%）	5
图 11、公司股权结构	5
图 12、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）	6
图 13、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）	6
图 14、公司历年毛/净利率情况（%）	6
图 15、公司历年国内外业务毛利率情况（%）	6
图 16、公司历年期间费用率情况（%）	7
图 17、公司历年经营性现金流量净额情况（亿元，%）	7
图 18、全球汽车产销量数据（辆）	7
图 19、2024 年全球汽车销量分布格局	8

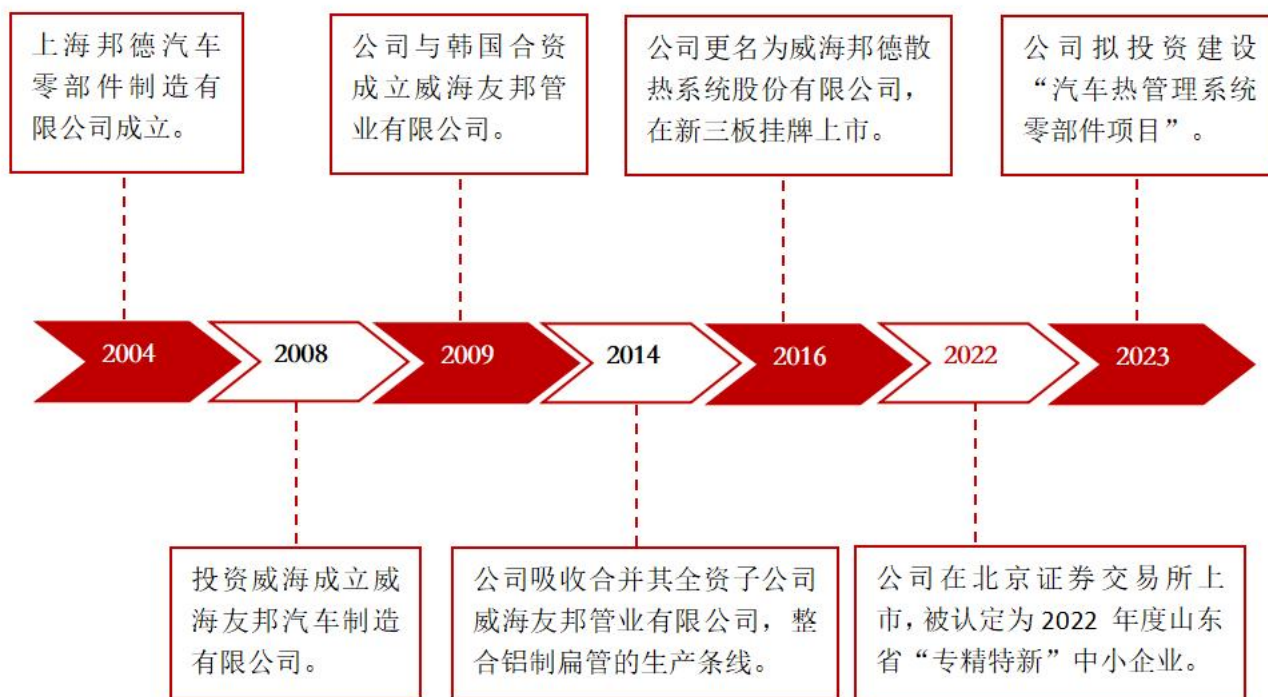
图 20 、 中国汽车销量及增长率（万辆）	8
图 21 、 中国新能源汽车销量及增长率（万辆）	9
图 22 、 汽车后市场产业链	10
图 23 、 2023 年汽车后市场竞争格局（%）	11
图 24 、 2024-2029 年美国汽车后市市场规模预测（亿美元）	11
图 25 、 2018-2024 年中国汽车及新能源汽车保有量变化（亿辆）	11
图 26 、 2023 年我国乘用车平均车龄分布	12
图 27 、 不同年龄乘用车维保费用	12
图 28 、 乘用车后市场服务项目市场规模（亿元）	13
图 29 、 汽车生命周期及相关产业的展示图	15
图 30 、 公司部分适配车型产品	17
图 31 、 公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）	20
图 32 、 公司及可比公司历年净利润（亿元，%）	20
图 33 、 公司及可比公司历年毛利率（%）	20
图 34 、 公司及可比公司历年净利率（%）	20
图 35 、 公司及可比公司 2024 年国内外收入占比情况对比（%）	21
表 1 、 传统汽车各系统使用的热交换器品种分类及其应用范围	13
表 2 、 同行业可比公司业务模式对比分析	18
表 3 、 同行业可比公司	18
表 4 、 销售收入结构预测	22
表 5 、 可比公司估值	23

1 公司介绍

1.1 发展历程：公司定位散热系统供应商，山东省“专精特新”企业

2004 年，上海邦德汽车零部件制造有限公司成立；2008 年，投资威海成立威海友邦汽车制造有限公司；2009 年，公司与韩国合资成立威海友邦管业有限公司；2014 年，公司吸收合并了其全资子公司威海友邦管业有限公司，整合铝制扁管的生产条线；2016 年，公司更名为威海邦德散热系统股份有限公司，在新三板挂牌上市；2022 年，公司在北京证券交易所上市，被认定为 2022 年度山东省“专精特新”中小企业；2023 年，公司拟投资建设“汽车热管理系统零部件项目”，就投资合作事宜签署《投资协议书》。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，江海证券研究发展部

1.2 产品介绍：冷凝器产品占比最高，公司收入以外销为主

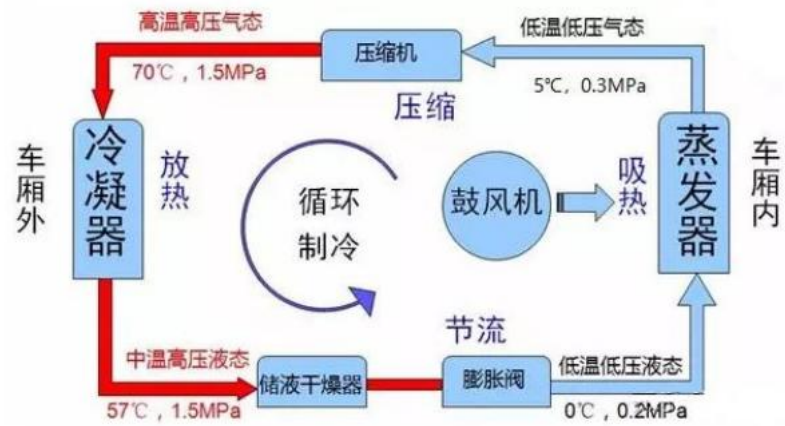
公司是一家专注于热交换器相关产品研发、生产及销售的高新技术企业，主要产品包括平行流式冷凝器、平行流式油冷器等系列，涵盖两千余类产品

型号，广泛应用于汽车冷却系统等热交换领域。

（1）平行流式冷凝器

汽车冷凝器是汽车空调系统的核心组件之一，凡是配备空调系统的车辆（包括新能源汽车）均需要冷凝器。在汽车空调系统的运转过程中，冷凝器前端的压缩机将低温、低压的制冷剂转变为高温、高压的气态制冷剂，高温、高压的气态制冷剂在流经冷凝器扁管的过程中，因周围温度和压强相较于在压缩机中有所降低，气态的制冷剂遵循热物理学原理自然转化为液态制冷剂，液化过程中释放热量、与周围环境进行热量交换，达到汽车空调系统制冷的目的。公司的主要产品属于风冷式冷凝器，即利用汽车行驶中产生的气流或制冷系统中配置的风扇吹散制冷剂液化产生的热量。

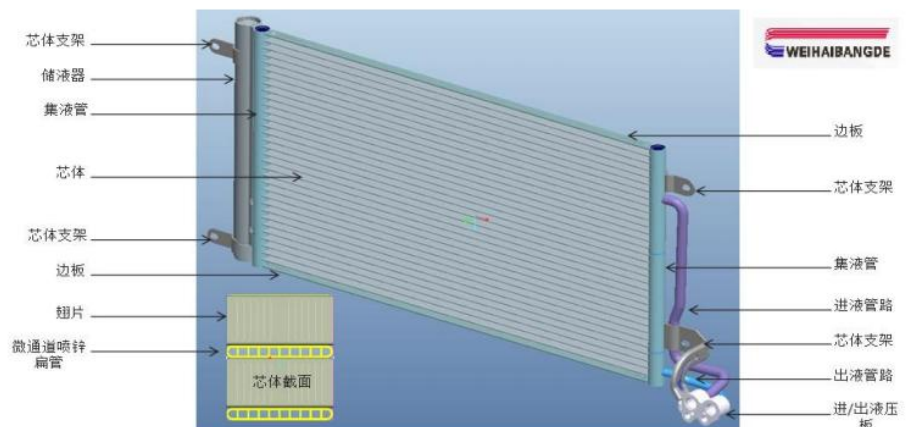
图 2、汽车空调系统制冷工作原理图



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司生产的平行流式冷凝器采用铝及铝合金为主材，微通道扁管通过表面喷锌工艺显著增加产品抗腐蚀性及其使用寿命。

图 3、平行流式冷凝器产品介绍

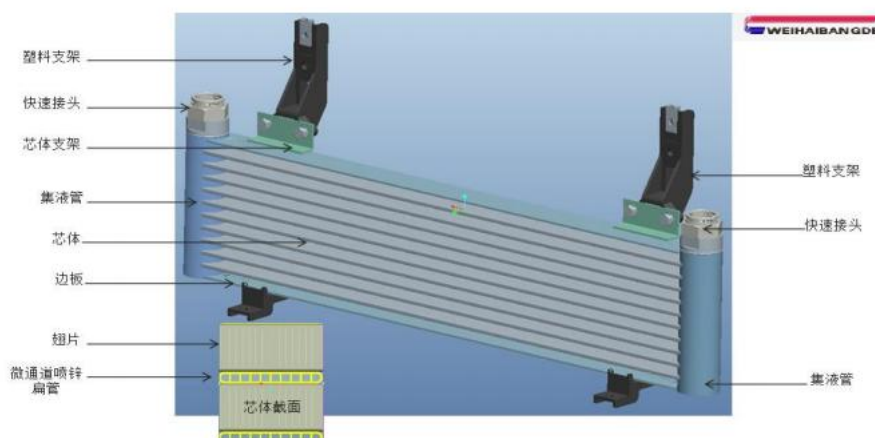


资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

（2）平行流式油冷器

油冷器是一种加速机油散热使其保持较低温度的装置，通常安装在发动机散热器的下水室内或变速箱壳外侧，以减少其热负荷、提高运转性能；根据热交换的介质不同主要分为风冷式油冷器和水冷式油冷器，其中，风冷式油冷器根据结构和工作原理的不同又分为板翅式和管片式。公司生产的平行式油冷器属于板翅式的风冷式油冷器，采用空气作为介质和油进行热交换，具有不局限使用环境且环保的特点。

图 4、平行流式油冷器产品介绍

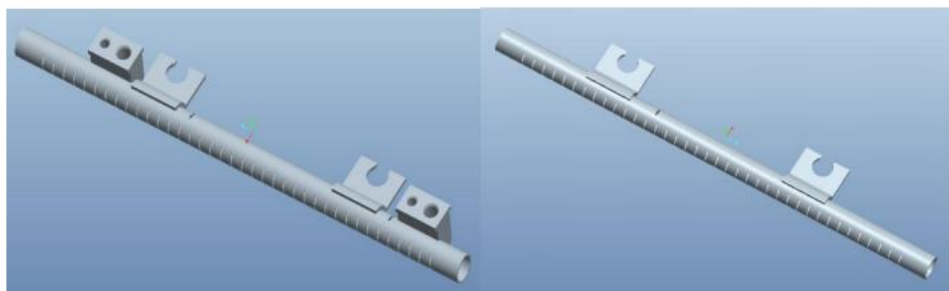


资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

（3）其他零部件产品（集流管及其组件）

公司对外销售的其他零部件产品以集流管及其组件为代表。集流管是一种制冷系统的通用组件，公司生产的集流管及其组件既能作为主要产品冷凝器、油冷器等的一部分，也能够单独对外销售。公司对外直接销售的集流管及集流管组件主要用于家用空调制冷领域，其工作原理系：空调中的氟经过压缩机压缩后产生高温高压的液化气体，通过冷凝器散热冷凝后变为低温高压的液体，最终进入集流管集流，从而达到进一步提高热交换效率及降低管阻压力的效果。

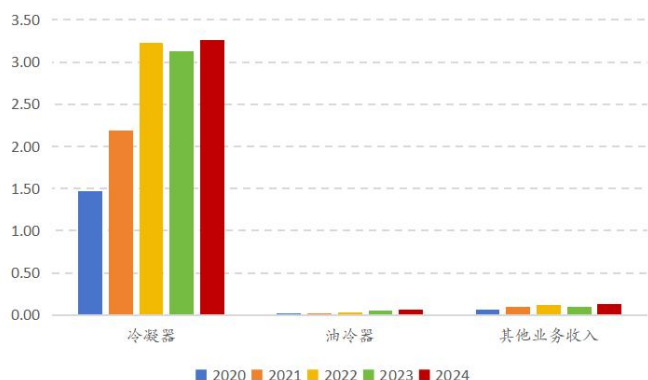
图 5、集流管及其组件



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

分产品来看，截止到 2024 年底，冷凝器产品占比最高。2024 年，冷凝器产品实现收入 3.27 亿元，同比增长 4.21%，占主营业务收入的比重为 94.07%；油冷器产品实现收入 0.06 亿元，同比增长 10.33%，占主营业务收入的比重为 1.73%；其他业务实现收入 0.13 亿元，同比增长 37.67%，占主营业务收入的比重为 3.77%。

图 6、公司各产品营业收入结构（亿元）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

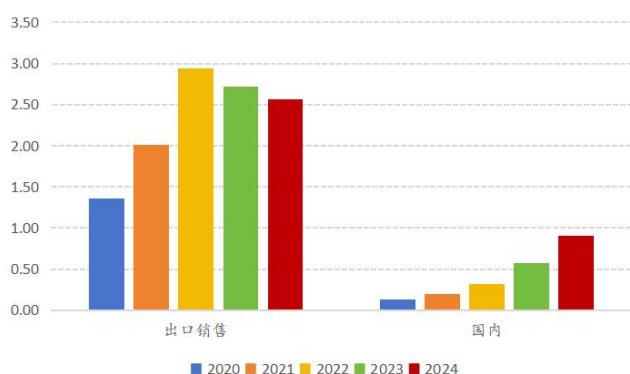
图 7、公司各产品营业收入占比（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

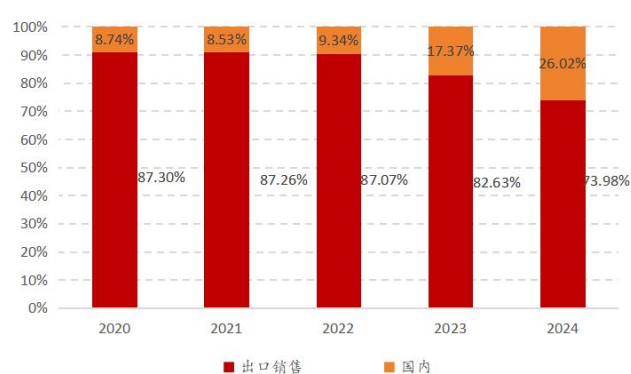
分地区来看，截止到 2024 年底，公司收入以外销为主。2024 年，外销实现营业收入为 2.57 亿元，同比下降 5.57%，占营业收入的比重为 73.98%；内销实现营业收入为 0.90 亿元，同比增长 58.03%，占营业收入的比重为 26.02%，公司积极开拓国内市场，国内销售业务实现较好增长。

图 8、公司国内外各地区收入结构（亿元）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 9、公司国内外各地区收入占比（%）

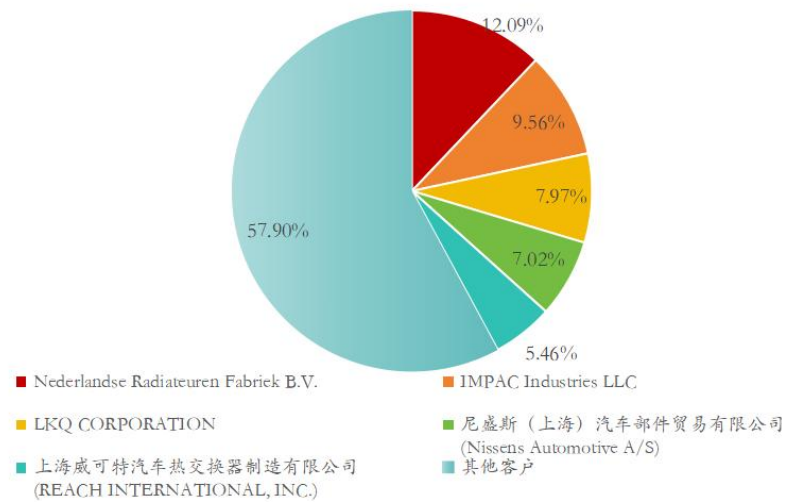


资料来源：iFind，江海证券研究发展部

分客户来看，2024 年公司前五大客户占比合计为 42.10%，客户结构较为分散。其中，“尼盛斯(上海)汽车部件贸易有限公司”和“Nissens Automotive A/S”为母子公司，因此两家客户销售额合并披露；“REACH INTERNATIONAL, INC.”和“上海威可特汽车热交换器制造有限公司”系受同一实际控制人控

制的两家企业，因此两家客户销售额合并披露。

图 10、2024 年公司前五大客户收入占比 (%)

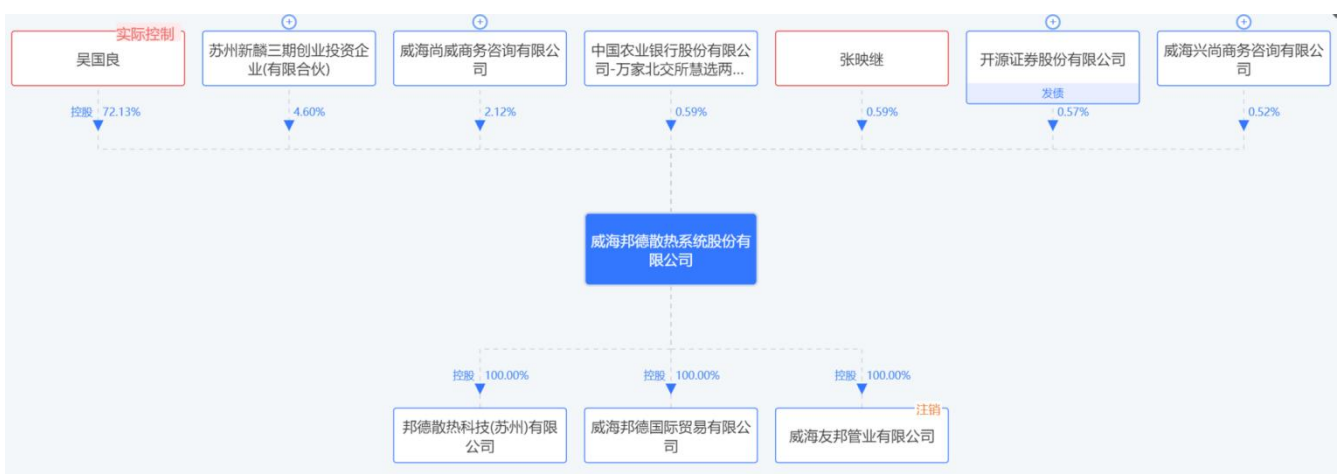


资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定

截至 2024 年，吴国良直接持有公司 72.13% 的股份，通过威海尚威商务咨询有限公司和威海兴尚商务咨询有限公司分别控制公司 2.12% 和 0.52% 的股份，合计持股 74.77%，股权结构较为稳定。吴国良担任公司董事长兼总经理，实际控制公司的生产经营决策，因此认定吴国良为公司的控股股东、实际控制人。

图 11、公司股权结构



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

1.4 财务分析：收入规模稳定增长，盈利能力稳中有升

公司 2020-2024 年收入和净利润保持稳定增长态势。2020-2024 年，公司营业收入由 1.55 亿元增长至 3.47 亿元，年化复合增长率为 22.32%；归母净利润由 0.41 亿元增长至 0.89 亿元，年化复合增长率为 21.38%。2024 年公司实现营业收入 3.47 亿元，同比增长 5.48%；实现归母净利润 0.89 亿元，同比增长 3.28%。

图 12、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）



图 13、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

盈利能力方面，2024 年毛利率稳中有升，净利率略有下降。2024 年销售毛利率为 41.98%，同比提升 1.55pct，主要系占比较高的海外业务毛利率提升；销售净利率为 25.55%，同比下降 0.55pct，主要系期间费用率升高所致。2024 年期间费用率为 11.51%，同比上升 1.43pct，其中，研发费用率上升 1.04pct。

现金流方面，2024 年经营活动产生的现金流量净额为 0.88 亿元，较 2023 年同期减少 0.30 亿元，降幅 25.74%，主要原因是：（1）本期主要原材料铝材价格较 2023 年增加；（2）公司产能提高、员工人数增加。

图 14、公司历年毛/净利率情况（%）

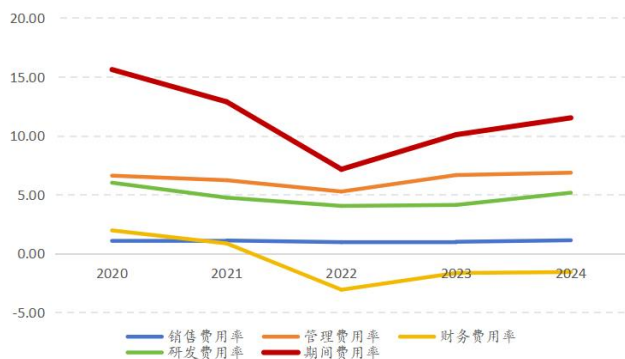


图 15、公司历年国内外业务毛利率情况（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 16、公司历年期间费用率情况（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 17、公司历年经营性现金流量净额情况（亿元，%）



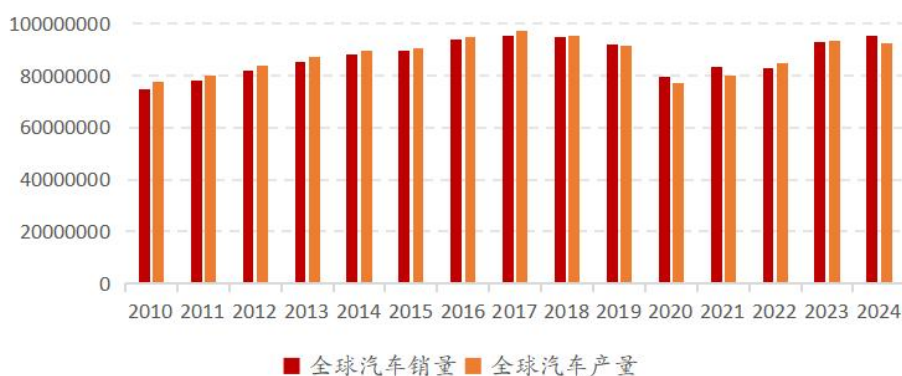
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

2 汽车及汽车后市场发展概况

2.1 全球汽车销量缓慢复苏，国内汽车销量稳中有升

根据国际汽车制造商协会统计数据显示，全球汽车产量从 2010 年的 7770.40 万辆增长至 2017 年的 9730.25 万辆，复合增长率为 3.27%；同期，全球汽车销量从 7497.15 万辆增长至 9566.06 万辆，复合增长率为 3.54%。自 2018 年以来，受全球宏观经济下行、汽车产业发展周期等因素的影响，全球汽车行业供需均受到较大冲击，全球汽车产销量连续出现下滑。2021 年开始全球汽车行业总体发展向好，根据 iFind 统计数据显示，2024 年全球汽车产量为 9531.47 万辆，同比增长 2.65%；同期全球汽车销量为 9250.43 万辆，同比下降 1.01%。

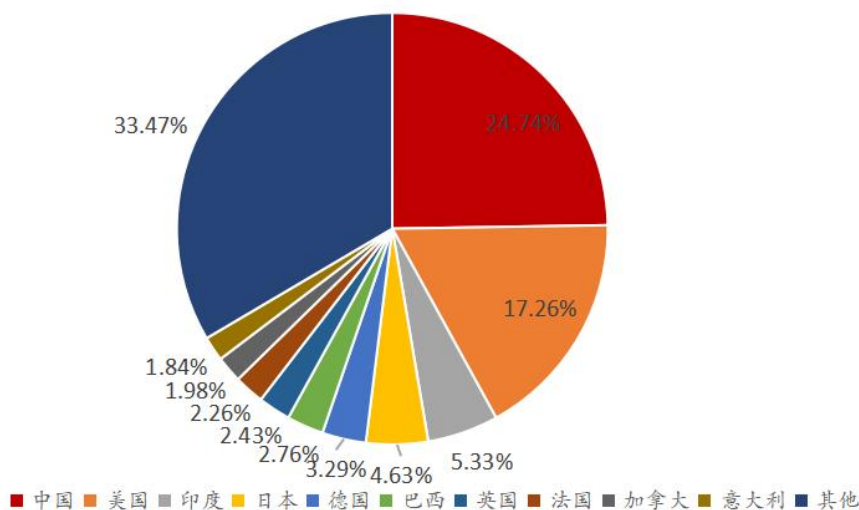
图 18、全球汽车产销量数据（辆）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

从全球汽车销量区域来看，欧洲、北美和亚太地区是汽车市场的主要消费区域。其中，欧洲、北美等发达国家的汽车行业发展较早，汽车市场十分成熟，汽车消费增速稳定；随着多数发展中国家的居民收入水平稳步提升，发展中国家汽车消费需求持续增长，市场规模不断扩大，汽车产业稳步发展。2024 年，我国汽车销售达到 2358.17 万辆，占据全球市场份额的 24.71%，占比远高于排名第二位的美国（17.26%）和第三位的印度（5.33%），是全球第一大汽车消费市场。

图 19、2024 年全球汽车销量分布格局



资料来源：易车，聚汽观察，江海证券研究发展部

我国汽车产销总量连续 16 年稳居全球第一。2024 年，虽然国内消费信心依然不足，国际贸易保护主义形势更加严峻，行业竞争进一步加剧，但由于一系列政策持续发力显效，各地补贴政策的有效落实、企业促销活动热度不减，多措并举共同激发车市终端消费活力，促进汽车市场稳中向好，产销量继续保持在 3000 万辆以上规模。2024 年，汽车产销分别完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.5%，完成全年预期目标。

图 20、中国汽车销量及增长率（万辆）

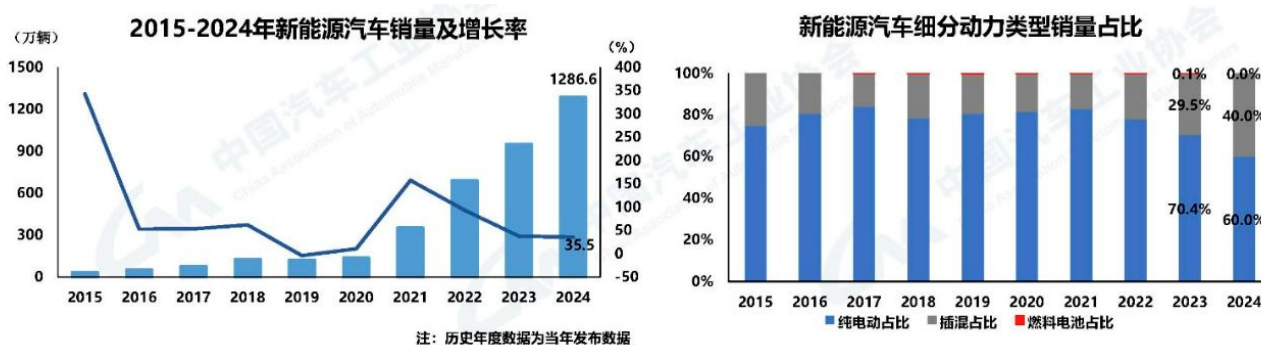


资料来源：中国汽车工业协会，江海证券研究发展部

我国新能源汽车连续 10 年位居全球第一。2024 年，在政策利好、供给

丰富、价格降低和基础设施持续改善等多重因素共同作用下，新能源汽车持续增长，产销量突破 1000 万辆。2024 年，新能源汽车产销分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4% 和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%，较 2023 年提高 9.3 个百分点。其中，纯电动汽车销量占新能源汽车比例为 60%，较 2023 年下降 10.4 个百分点；插混汽车销量占新能源汽车比例为 40% 较去年提高 10.4 个百分点。插混汽车的增长迅速，成为带动新能源汽车增长的新动能。

图 21、中国新能源汽车销量及增长率（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，江海证券研究发展部

根据中国汽车工业协会发布的《2025 中国汽车市场发展预测报告》预计，2025 年汽车产业将呈现稳中有升的基本态势，汽车产销将继续保持增长，新能源汽车产业有望继续加快发展，汽车出口增速预计会进一步放缓。协会初步预计 2025 年全年汽车销量在 3290 万辆左右，同比增长 4.7%，其中乘用车 2890 万辆，同比增长 4.9%；商用车 400 万辆，同比增长 3.3%；新能源汽车 1600 万辆，同比增长 24.4%；汽车出口 620 万辆，同比增长 5.8%。

2.2 汽车后市场行业分析

汽车工业市场包括汽车前市场和汽车后市场。汽车前市场是为汽车制造企业整车装配供应汽车零部件及配件的市场；而汽车后市场是指汽车销售以后，围绕汽车售后使用环节中各种后继需要和服务而产生的一系列交易活动的总称，包括汽车养护、汽车保险、汽车 IT、汽车金融、汽车维修及配件、汽车租赁、二手车服务在内的七大行业。

汽车后市场的终端客户是已拥有汽车的消费者，其市场容量主要取决于两个因素：汽车保有量的数量，即汽车保有量越高，需要采购汽车后市场服务的基数越大；汽车平均车龄，即在同等的市场汽车保有量下，单个车辆的使用寿命越长，采购汽车售后服务的概率、频率越大。汽车后市场是典型的 C 端市场，产业升级的关键和源头在于消费者的变化。

图 22、汽车后市场产业链



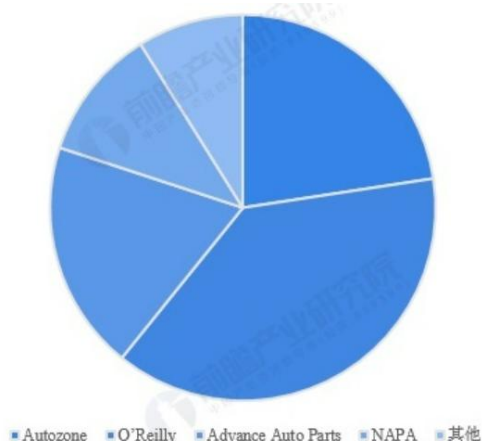
资料来源：《2024 中国汽车后市场年度发展报告》，江海证券研究发展部

2.2.1 北美汽车后市场概况：汽配公司市场格局集中，市场规模维持平稳增长

从全球汽车后市场规模来看，美国、欧洲等主要发达国家的汽车后市场已经非常成熟，发展较为稳定；相较而言，中国的汽车后市场具有起步晚、增速高、车龄平均偏小的特点，随着人均保有量的持续提升，未来国内汽车后市场体量将呈现更强劲的增长。

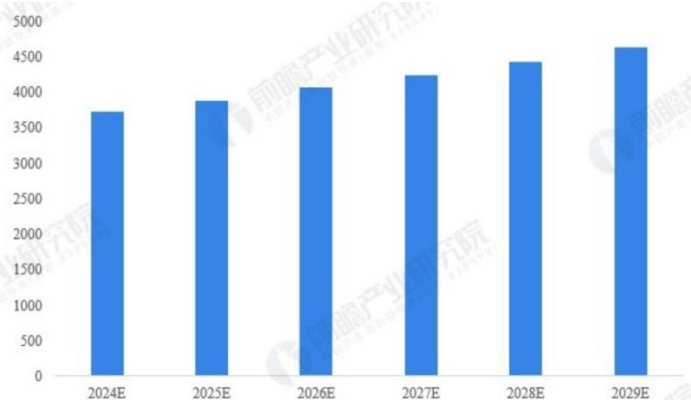
公司主要销往北美市场。全球汽车市场中，美国的汽车市场发展历史较长，相对更成熟稳定，市场汽车保有量大且渗透率高，因而催生了更发达的汽车售后维修市场。根据 Statista 公布的数据，2023 年美国汽车后市场行业市场规模约 3560 亿美元，同比增长 4.09%。美国汽车后市场再经历了多轮大规模并购后，市场集中度持续提升，2023 年，前 4 大汽配公司门店数量占比达到 49.3%。根据前瞻产业研究院数据，预计 2029 年美国汽车后市场行业的市场规模将达到 4600 亿美元以上。

图 23、2023 年汽车后市场竞争格局（%）



资料来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

图 24、2024-2029 年美国汽车后市市场规模预测（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

2.2.2 中国汽车后市场概况：汽车保有量持续增长，平均车龄明显提升

我国汽车保有量快速增长，新能源占比增加。根据公安部的公开数据显示，近五年我国汽车保有量持续增长，2024 年达到 3.22 亿辆，其中新能源汽车保有量 3140 万辆，占比 9.75%。

图 25、2018-2024 年中国汽车及新能源汽车保有量变化（亿辆）

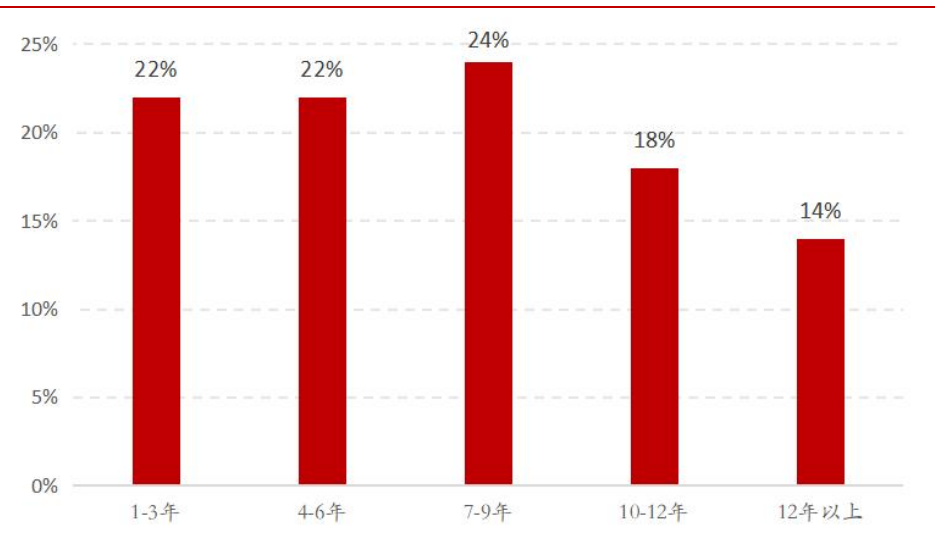


资料来源：《2024 中国汽车后市场年度发展报告》，公安部，江海证券研究发展部

我国乘用车平均车龄明显提升。根据 F6 大数据研究院调研显示，2021 年我国乘用车平均车龄为 6.1 年，其中车龄在 1-3 年的车占比 32%，4-6 年的车占比 27%，车龄在 6 年以内的车合计占比近 60%；2023 年我国乘用车平均车龄已经提升至 6.8 年，其中车龄在 1-3 年的车占比 22%，4-6 年

的车占比 22%，合计占比已下降至 44%。

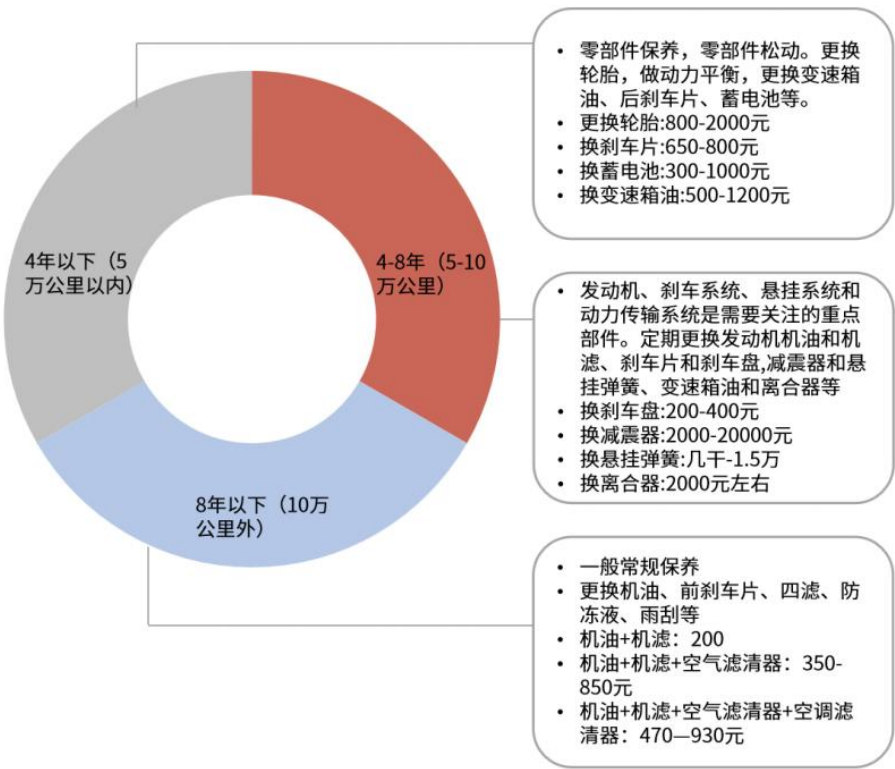
图 26、2023 年我国乘用车平均车龄分布



资料来源：《2024 中国汽车后市场年度发展报告》，江海证券研究发展部

平均车龄提升可能带来汽车后市场扩容。汽车维保价值量与车龄通常正相关，车龄小于 4 年的汽车一般以定期保养为主，年维保费用合计一般在 1000 元以内，车龄 4-8 年因部分易损件进入更换周期，年维保费用在 2000 元左右，车龄 8 年以上由于非易损件进入更换周期，年维保费用会激增至 5000 元以上。

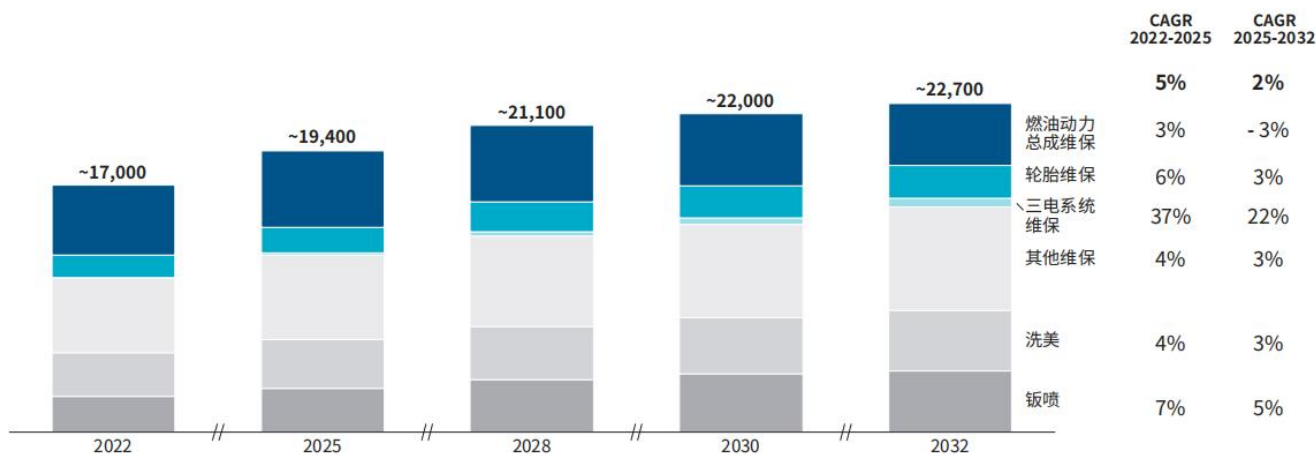
图 27、不同年龄乘用车维保费用



资料来源：《2024 中国汽车后市场年度发展报告》，江海证券研究发展部

尽管中国汽车市场已不再是绝对的“增量市场”，且燃油车保有量将被售后维保价值更低的电动车逐步代替，但未来十年内，随着车龄的快速增加，后市场将持续增长，且价值巨大。根据《汽车后市场白皮书》预测，中国汽车后市场总体规模在 2025 年将达到 1.9 万亿元，2022 年至 2025 年平均复合增速达 5%。2032 年的中国汽车后市场总价值规模将超过 2.2 万亿元。

图 28、乘用车后市场服务项目市场规模（亿元）



资料来源：《汽车后市场白皮书》，江海证券研究发展部

2.3 热交换器行业分析

汽车上使用的热交换器品种较多，有空调冷凝器、机油冷却器、散热器（俗称水箱）、中冷器、蒸发器、暖风散热器、尾气再循环系统冷却器、液压油冷却器等，在汽车上分别属于空调系统、发动机、变速箱、车身和液压系统。

表 1、传统汽车各系统使用的热交换器品种分类及其应用范围

总成名称	归属系统名称	热交换器名称	类别	应用范围
发动机	润滑系统	机油冷却器	板翅式	10L 以下柴油机
			圆盘式	部分汽油机
			管壳式	10 以上柴油机
	冷却系统	散热器（水箱）	管带式	每辆汽车都安装 (风冷发动机除外)
			片式	
	近期系统	中冷器	空/空管带式	增压中冷发动机
			封条式	
			管片式	
	EGR 系统	EGR 冷却器	不锈钢水冷式	欧Ⅲ排放以上的柴油机
自动变速器		机油冷却器*	水冷机油散热器	轿车

			风冷机油散热器	部分中型载重车上
车身	空调系统	冷凝器*	平行流式	安装空调的汽车设备
	暖风系统	暖风散热器	管带式 蜂窝式	大部分汽车
液压系统		液压油冷却器	风冷管片式	部分重型车、特种车辆或工程机械上
			蛇管式	
			板翅式	
			封条式	

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部 注：带星号产品为公司的主要产品

2.3.1 汽车热交换器行业发展概况

(1) 全球汽车热交换器的发展现状

全球汽车热交换器市场主要以日本电装 (Denso)、德国马勒 (MAHLE)、法国法雷奥 (Valeo)、韩国翰昂 (Hanon)、德国贝洱 (Behr)、日本康奈克 (CalsonicKansei)、美国德尔福 (Delphi) 等自有品牌公司为主，其产品主要以散热器和乘用车空调为主，占据汽车热交换器市场的绝大部分份额。电装、翰昂、马勒、法雷奥四大巨头在 2021 年全球汽车热交换器市场份额超过 70%。

(2) 中国汽车热交换器的发展现状

中国换热器行业起步较晚，20 世纪 60 年代，国内国产第一台管壳式换热器、第一台板式换热器、第一台螺旋板式换热器才出现。20 世纪 80 年代后，我国出现了自主开发传热技术的新趋势，大量的强化传热元件被推向市场，国内传热技术高潮时期的代表产品有折流杆换热器、新结构高效换热器、高效重沸器、高效冷凝器、双壳程换热器、板壳式换热器、表面蒸发式空冷器等一批优良的高效换热器。21 世纪后，大量强化传热技术得以应用，换热器行业在技术水平上迎来大的飞跃；同时，中国汽车市场发展、人均汽车保有量的增加将进一步带动换热器等汽车零部件的售后市场规模增速。

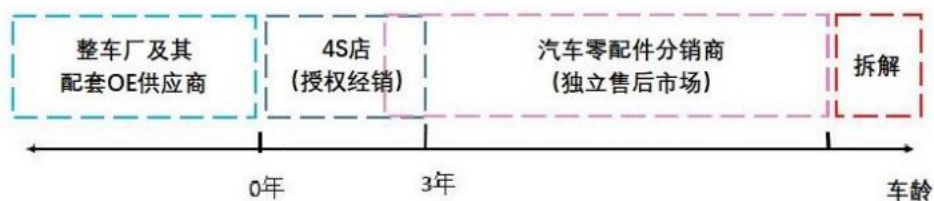
2.3.2 汽车热交换器行业发展趋势

(1) 冷凝器属于碰撞件，更换周期与交通事故碰撞率相关

冷凝器位于汽车的最前端，任何汽车头部的碰撞都有一定可能导致冷凝器的气密性遭到破坏或发生变形，进而对其制冷效果造成影响而需要更换，因此冷凝器属于汽车零部件中的“碰撞件”。在无外部环境干扰的情况下，公司主要产品冷凝器的寿命可以达到 8-10 年，但通常情况下，汽车驾驶者在 8 年以上不发生任何碰撞的概率较低，因此冷凝器一般会在达到其使用寿命之前就发生更换的需要，更换的频率与交通事故碰撞率密切相关。

碰撞交通事故率受当地交通法规健全情况、道路基础设施完善情况、国民出行素质等综合因素影响，且相对长期稳定。根据长期的经营经验，冷凝器事故更换率行业经验值为汽车保有量的 1%-1.5%，其中美国市场相对较低约为 1.2%。

图 29、汽车生命周期及相关产业的展示图



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

（2）市场趋于集中

目前，国内热交换器生产企业众多，市场竞争较为激烈，但多数企业缺乏自主设计能力。与此同时，部分企业通过培养人才、引进技术、增加研发投入等手段提升自身的技术水平，并具备自主设计和开发能力。随着这些企业技术水平的提高，其市场份额逐步扩大，规模效应逐步体现。我国热交换器行业将迎来新一轮的行业整合，行业集中度将随之逐步提高。

（3）规模增速的重心由整车市场向汽车后市场转移

热交换器作为汽车常用零部件，尤其是位于汽车最前端的冷凝器等热交换器品类，属于碰撞件，在汽车的日常使用或交通事故中极易容易损坏，因而其下游需求不仅包括整车出厂时的生产需求，在汽车后市场也存在较大的需求量。

随着汽车保有量的不断增长，汽车后市场已成为汽车工业的黄金产业，整体盈利性表现好于汽车前市场。

（4）产品结构紧凑化、整体轻量化和性能高效化

轻量化一直是汽车行业及其零部件制造行业的主旋律。在采用相同动力系统和传动系统的前提下，乘用车的整车质量每减少 10%，燃油消耗就可降低 6%~8%。巴斯夫公司统计结果表明，汽车每减重 100kg，每百公里油耗可降低 0.3~0.6L、二氧化碳排放可减少 5g/km。相较于汽车的动力系统和传动系统的技术改革，轻量化是降低能耗、减少排放的最为有效的措施之一。

3 ODM 模式下产品开发能力优秀，产品覆盖车型广 盈利能力领先

3.1 产品开发和技术研发能力优秀，产品覆盖全球畅销车型

公司生产的产品型号总数高达两千多种，其中汽车空调冷凝器有两千余种。公司生产的产品覆盖一百多种品牌的多种车型，包括 DS、GMC、Jeep、Mini、Ram、Smart、宝马、奥迪、特斯拉、现代等知名品牌，基本覆盖全球畅销车型。

在产品开发方面，公司多年来已经培育了一支具有扎实专业知识和丰富行业经验的研发团队。汽车市场每年上新的车型众多，不同车型的散热系统使用的产品也有一定的差异，公司的研发团队通过多年积累的经验，凭借高水准的模具设计开发能力、门类齐全的技术工艺以及快速成型能力，能够确保新品开发与车型上市的同步化，满足零部件分销商的一站式采购需求，有效提升公司产品的竞争能力。在现有的研发水平上，公司不断加快产品开发速度，每个月向合作分销商进行新品推送，显著增强客户粘性。

在技术研发方面，公司结合多年的生产经验和技術积累，在自身丰富设计分析能力和实践经验的基础上，形成了自有核心技术，且相关核心技术已渗透至冷凝器的全流程制造，覆盖产品结构设计、制造过程方案设计、模具设计开发、材料开发与制备、钻孔、组件、焊接、喷漆、烘干等环节。公司现有核心技术包括空调用多通道铝扁管生产加工技术、翅片增设双开肩结构优化设计技术、全自动装配机优化设计技术、边板快速下料技术、汽车多冷一体式换热器生产加工技术、隔片与管体连接可靠的生产加工技术、微通道式油冷器生产加工技术等。公司不断进行技术的研发创新，能够提升产品性能及结构，将产品设计中可能存在的问题提前进行识别，减少后期改进改善的投入，从而降低运营成本、提高生产效率。

2019-2021 年，公司适配于全球前十大车企旗下品牌车型的冷凝器产品收入占各期冷凝器产品销售收入的比例为 88.68%、86.82%、83.68%，适配于全球前十大车企旗下品牌车型的油冷器产品收入占各期油冷器产品销售收入的比例为 99.28%、99.65%、98.91%，相关中高端车型为公司冷凝器、油冷器产品的主要适配车型。

图 30、公司部分适配车型产品

邦德代码	品牌	车型	模型	年份
30189	丰田	C-HR		2019-2022
30189	丰田	Corolla Cross		2022
30189	丰田	Grand Highlander		2024
30189	丰田	汉兰达		2020-2024
30189	丰田	皇冠		2023
30189	丰田	卡罗拉		2019-2024
30189	丰田	凯美瑞		2018-2024
30189	丰田	Prius AWD-e		2019-2024
30189	丰田	Prius Prime		2023-2024
30189	丰田	普锐斯		2016-2024

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

3.2 ODM 模式为主，盈利能力领先同行

目前，我国汽车售后市场汽车零部件制造行业已形成三种主要客户合作模式，包括原始品牌制造商（OBM）、原始设计制造商（ODM）与原始设备制造商（OEM）。

由于我国汽车行业起步较晚，在汽车零部件的品牌市场中，仍以欧美、日本等发达国家地区制造企业为主，而现阶段国内汽车零部件制造企业的客户合作模式还是以 OEM 和 ODM 为主。其中，OEM 模式主要在整车市场（汽车前端市场）中广泛运用，由于不同汽车的技术规格不同，需要根据不同车型设计与之配套的零部件，因而汽车前市场生产企业往往需要根据客户的销售合同和订单的要求安排和组织生产，具有品种相对单一、大批量的特点。

区别于整车市场，汽车后市场的产品需求具备小批量、多品种的特点，这就要求供应商具备独特的自主设计能力、创新能力和快速反馈能力。在汽车后市场的零部件制造企业通常采用 ODM 的客户合作模式，基于市场需求趋势和企业发展策略，在匹配市场车型的前提下进行自主研发和设计改良，来形成自身产品竞争力。

汽车后市场分为授权经销市场和独立售后市场，授权经销市场的冷凝器生产商下游客户主要为 4S 店或其配套 OEM 厂，由于授权经销体系基本由整车厂控制，行业惯例销售合作模式采用 OEM 模式；独立售后市场的热交换器生产商下游客户主要为大型零部件分销商或汽修门店，存在多种类、小

批量、定制化的需求，行业惯例销售合作模式大多采用 ODM 模式，个别拥有自主品牌和自身销售渠道的大型汽车零部件生产企业采用 OBM 模式。

对于不同的汽车零部件上市企业，所属汽车后市场类型、下游客户类型及供应链特征、行业惯例业务模式情况对比总结如下：

表 2、同行业可比公司业务模式对比分析

汽车后市场 类型	下游客户 类型	供应链特征	业务模式	对应相关企业情况
独立售后市场	大型汽车零部件 分销商、汽修门店	非原厂件，根据下游需求，在 原厂件基础上进行性能调整， 对汽车品牌无针对性	ODM 模式 (直销)	东箭科技、正裕工业、 兆丰股份
	自有销售渠道		OBM 模式 (经销或 直销)	松芝股份
授权经销市场	4S 店或其配套 OEM 厂	原厂件，通常由整车厂控制， 要求同型号的标准和外观统 一，需求和汽车品牌挂钩	OEM 模式 (直销)	腾龙股份、银轮股份、 三花智控

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司自创立起一直专注于从事热交换器的研发、生产及销售，涉及领域包含汽车和家用空调等，主要出口到北美、欧洲、东南亚等地区。通过多年的行业积累和市场开拓，公司在研发创新、产品质量、团队管理、客户资源等方面形成了自己的核心优势，已成长为全球汽车后市场冷凝器领域的知名企业。

表 3、同行业可比公司

证券代码	证券名称	公司简介	主营产品名称
002050.SZ	三花智控	浙江三花智能控制股份有限公司的主营业务是制冷空调电器零部件业务和汽车零部件业务。公司的主要产品是四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵、热力膨胀阀、电子膨胀阀、电子水泵、新能源车热管理集成组件。公司已建立了完整而严格的质保体系，通过了 ISO9001、IATF16949、QC080000 质量体系认证，荣获了全国质量奖、浙江省质量奖，国家技术创新示范企业，并获得大金、松下、福特、博西家电、西门子、大众、奔驰、比亚迪及吉利等国内外知名企业的好评。	四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵、热力膨胀阀、电子膨胀阀、电子水泵、新能源车热管理集成组件

002126.SZ	银轮股份	浙江银轮机械股份有限公司的主营业务是油、水、气、冷媒间的热交换器、汽车空调等热管理产品以及后处理排气系统相关产品的研发、生产与销售。公司的主要产品是商用车产品系列、乘用车产品系列、工程机械产品系列、数字与能源产品系列。公司是国家高新技术企业,是中国内燃机标准化技术委员会热交换器行业标准的牵头制订单位,建有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、浙江省重点企业研究院、浙江省工程研究中心和浙江省双创示范基地。	商用车产品系列、乘用车产品系列、工程机械产品系列、数字与能源产品系列
603089.SH	正裕工业	浙江正裕工业股份有限公司的主营业务为汽车悬架系统减震器、汽车橡胶减震产品以及发动机密封件等汽车零部件产品的研发、生产与销售。公司减震器年产能已超过 1,000 万支,储备的产品型号超过 10,000 种,具备了多品种、多系列产品的规模化供应能力,是国内少数能够满足“一站式”采购需求的厂商。	油压式减震器、油气混合式减震器、油气分离式减震器、气压减震器、动力总成悬置、变速箱悬置、动力吸震器、排气吊耳、后置衬套、液压衬套、悬架衬套和支撑、控制臂衬套、拉杆衬套、缓冲块、汽缸垫、排气管垫、油底壳垫、气门室盖垫、进气歧管垫、增压器垫、油封
300695.SZ	兆丰股份	浙江兆丰机电股份有限公司的主营业务是各类汽车轮毂轴承单元、分离轴承等汽车轴承,以及商用车底盘系统零部件和新能源电动车桥的研发、生产和销售。公司的主要产品是轮毂轴承单元、重型车轴零部件、电动车桥、分离轴承、其他零部件、材料、租赁。2024 年,公司获评国家级专精特新小巨人企业,同时入选省级绿色工厂名单,进一步提升企业的行业竞争力与发展潜力。	轮毂轴承单元、重型车轴零部件、电动车桥、分离轴承、其他零部件、材料、租赁
838171.BJ	邦德股份	威海邦德散热系统股份有限公司的主营业务是热交换器的研发、生产及销售。公司的主要产品是平行流式冷凝器、平行流式油冷器等系列,涵盖两千余类产品型号,并积极拓展中冷器、散热器等产品线。公司先后被授予 2018 年威海市“专精特新”中小企业,2022 年山东省“专精特新”中小企业,“国家高新技术企业”,“山东省省级企业技术中心”,“威海市工程实验室(工程研究中心)”,“威海市市级工程技术研究中心”,“威海市先进民营企业”,“经济发展突出贡献企业”,“自主创新先进单位”等十余项荣誉资质。	冷凝器、油冷器、散热器、零部件及其他

资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

截止到 2024 年底,在可比公司中,公司营业收入排名第 5,净利润排名第 5,毛利率排名第 1,净利率排名第 1。

图 31、公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）

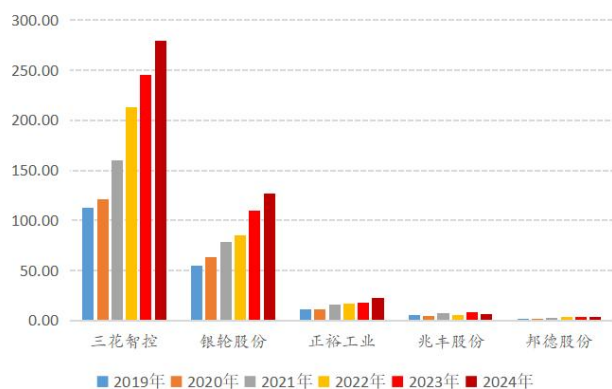
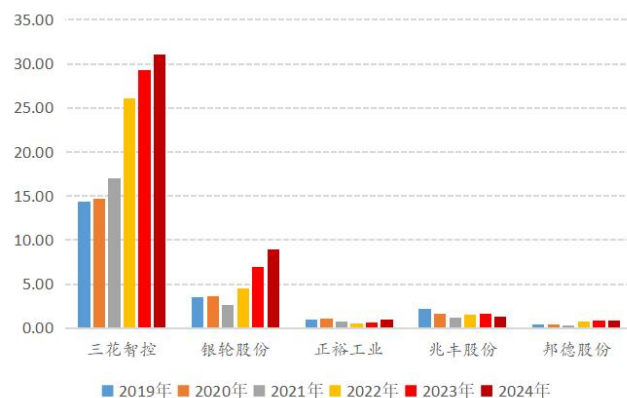
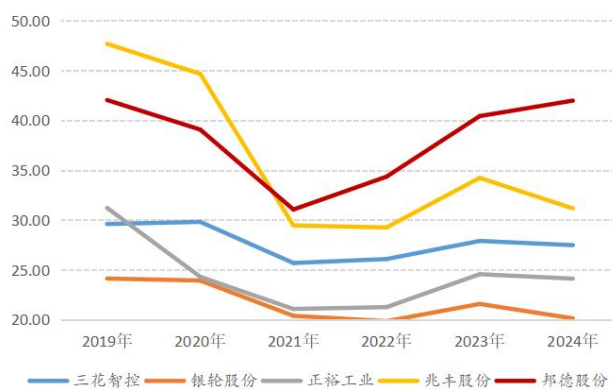


图 32、公司及可比公司历年净利润（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

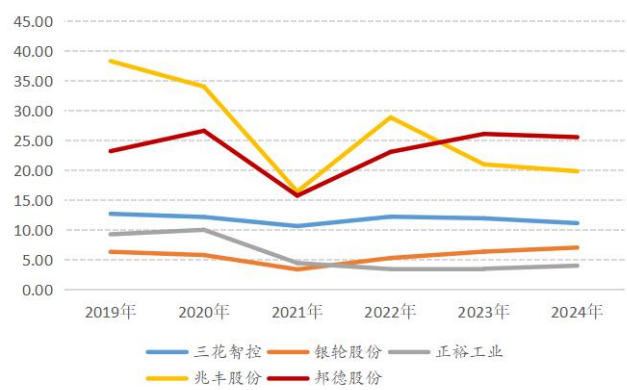
图 33、公司及可比公司历年毛利率（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

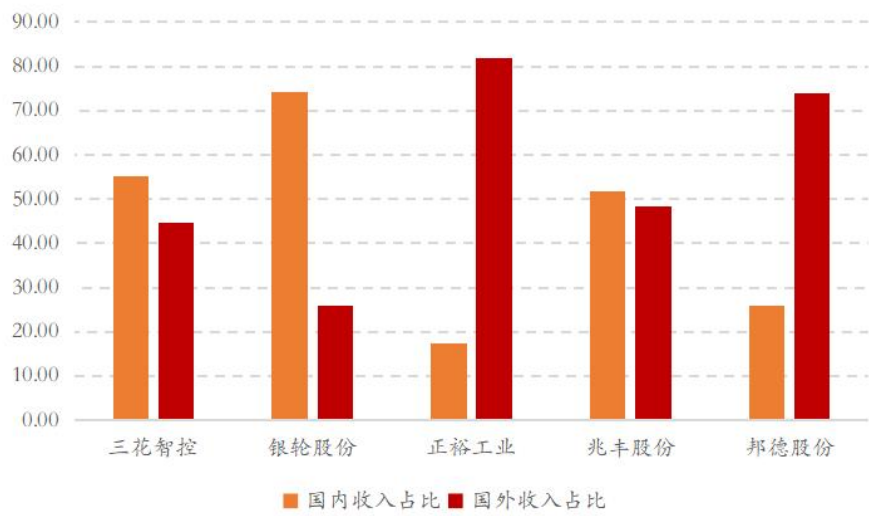
图 34、公司及可比公司历年净利率（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

公司毛利率和净利率明显领先于可比公司，主要系公司以 ODM 模式为主，在汽车零部件生产企业中，ODM 生产企业以其自主研发、客户集中度低等优势，对下游客户的客户依赖度低、议价能力强，通常较 OEM 生产企业相比具有更高的毛利率水平和利润空间；同时，公司海外收入占比较高，公司以稳定的产品质量、及时的客户响应、齐全的产品型号赢得了较高的声誉和市场地位，打入美国 Keystone 公司（美国 LKQ 公司旗下子公司）、荷兰 NRF 公司、美国 PRP 公司、美国 OSC 公司等全球汽车后市场知名零部件分销商的采购体系，成为其冷凝器品类的核心供应商。

图 35、公司及可比公司 2024 年国内外收入占比情况对比 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

4 盈利预测及估值

4.1 公司收入利润增长的主要逻辑

公司 2025-2027 年各业务毛利率预测：冷凝器产品受益国内高毛利率业务占比提升，我们预计该业务 2025-2027 年的毛利率分别为 40.03%、40.53%、41.03%。油冷器产品我们预计毛利率有望维持稳定，2025-2027 年的毛利率分别为 52.81%、52.81%、52.81%。散热器产品我们预计毛利率有望维持稳定，2025-2027 年的毛利率分别为 59.44%、59.44%、59.44%。零部件及其他产品我们预计毛利率有望维持稳定，2025-2027 年的毛利率分别为 21.10%、21.10%、21.10%。

(1) 冷凝器：该业务受益募投项目量产以及国内业务快速增长，我们预计该业务 2025-2027 年的营业收入分别为 375.60、431.94、496.73 百万元；同比增速分别为 15.00%、15.00%、15.00%。

(2) 油冷器：该业务受益募投项目量产以及国内业务快速增长，我们预计该业务 2025-2027 年的营业收入分别为 7.50、9.00、10.80 百万元；同比增速分别为 25.00%、20.00%、20.00%。

(3) 散热器：公司依托于现有销售渠道的重叠性，通过不断的技术研发，横向开拓热交换产品系列，该业务目前收入基数较低，我们预计该业务 2025-2027 年的营业收入分别为 0.35、0.48、0.63 百万元；同比增速分别为 50.00%、40.00%、30.00%。

(4) 零部件及其他：我们预计该业务 2025-2027 年的营业收入分别为 1.91、2.68、3.48 百万元；同比增速分别为 50.00%、40.00%、30.00%。

(5) 其他业务：我们预计该业务 2025-2027 年的营业收入分别为 13.73、14.42、15.14 百万元；同比增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%。

表 4、销售收入结构预测

业务	项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总计	营业收入（百万元）	329.16	347.19	399.09	458.52	526.78
	YOY	-2.55%	5.48%	14.95%	14.89%	14.89%
	营业成本（百万元）	196.09	201.43	230.43	263.43	301.02
	毛利率（%）	40.43%	41.98%	42.26%	42.55%	42.86%
冷凝器	营业收入（百万元）	313.42	326.61	375.60	431.94	496.73
	YOY	-2.76%	4.21%	15.00%	15.00%	15.00%
	营业成本（百万元）	192.75	197.50	225.24	256.87	292.92
	毛利率（%）	38.50%	39.53%	40.03%	40.53%	41.03%
油冷器	营业收入（百万元）	5.44	6.00	7.50	9.00	10.80
	YOY	94.16%	10.33%	25.00%	20.00%	20.00%

	营业成本（百万元）	2.75	2.83	3.54	4.25	5.10
	毛利率（%）	49.49%	52.81%	52.81%	52.81%	52.81%
散热器	营业收入（百万元）	0.13	0.23	0.35	0.48	0.63
	YOY	0.00%	76.49%	50.00%	40.00%	30.00%
	营业成本（百万元）	0.06	0.09	0.14	0.20	0.26
	毛利率（%）	53.59%	59.44%	59.44%	59.44%	59.44%
零部件及其他	营业收入（百万元）	0.66	1.27	1.91	2.68	3.48
	YOY	33.59%	91.82%	50.00%	40.00%	30.00%
	营业成本（百万元）	0.49	1.01	1.51	2.11	2.75
	毛利率（%）	25.73%	21.10%	21.10%	21.10%	21.10%
其他业务	营业收入（百万元）	9.50	13.08	13.73	14.42	15.14
	YOY	-21.65%	37.67%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本（百万元）	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利率（%）	99.57%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：聚源，江海证券研究发展部

4.2 估值及建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3.99/4.59/5.27 亿元，同比增速分别为 14.95%、14.89%、14.89%，归母净利润分别为 1.05/1.22/1.42 亿元，同比增速分别为 18.49%、16.30%、16.42%，对应的 EPS 分别为 0.80/0.93/1.09 元，对应当前股价（2025 年 4 月 29 日）的 PE 分别为 18.53X/15.93X/13.69X。结合对标公司的估值以及我们对邦德股份的分析，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5、可比公司估值

证券代码	证券名称	EPS（元）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002050.SZ	三花智控	0.84	1.00	1.16	1.39	31.36	26.01	22.43	18.76
002126.SZ	银轮股份	0.96	1.30	1.63	1.98	26.62	19.24	15.32	12.62
832978.BJ	开特股份	0.78	1.00	1.31	1.69	31.93	24.56	18.70	14.52
算数平均值						29.97	23.27	18.82	15.30
838171.BJ	邦德股份	0.68	0.80	0.93	1.09	21.96	18.53	15.93	13.69

资料来源：iFind，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于 iFind 一致预期）

5 风险提示

人民币兑美元汇率波动风险和关税风险。公司产品销售以外销为主，2024 年出口业务营业收入占全部营业收入的 73.98%。近两年人民币兑美元汇率波动较大，汇率的波动势必对公司营业收入产生一定影响。同时，公司部分业务出口到北美洲地区，可能受特朗普加征关税的影响。

不具有自主品牌的风险。冷凝器等热交换器产品在海外市场具有一定的

品牌壁垒，海外消费者倾向于购买具有较高品牌美誉度的产品。而公司产品主要通过 ODM 模式进行销售，在海外市场尚未建立自主品牌壁垒，因而公司的销售情况受主要客户需求影响较大。如果公司发展资金不足以支持公司发展自主品牌和拓展自主销售渠道，当市场环境发生变化，公司客户更改或减少向公司采购的订单，将在一定程度上影响公司的经营业绩。

人工成本上升风险。基于热交换器制造行业特征，人工成本是公司主营业务成本的重要构成部分，若人工成本上涨，将可能影响公司的盈利水平，进而会对公司经营产生不利影响。

产品类别相对集中的风险。公司主导产品为平行流式冷凝器，2024 年冷凝器实现销售收入 3.27 亿元，占主营业务收入的比例为 94.07%，是公司营业收入的主要来源。公司在现有冷凝器、油冷器的技术基础上，已在积极筹备研发中冷器和水箱等产品线。若未来公司平行流式冷凝器的生产、销售出现异常波动，且公司未能成功完成产品线的横向拓展，可能对公司的经营业绩造成一定的不利影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	327	336	401	478	573
现金	212	197	247	297	371
应收票据及应收账款	75	84	99	111	130
其他应收款	0	3	1	4	2
预付账款	2	4	3	5	4
存货	37	45	49	58	64
其他流动资产	1	3	3	3	3
非流动资产	229	275	295	318	345
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	181	182	197	214	235
无形资产	39	71	75	80	86
其他非流动资产	9	23	23	24	24
资产总计	557	611	696	795	918
流动负债	36	40	44	47	53
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	24	26	31	34	40
其他流动负债	13	14	13	13	13
非流动负债	15	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	13	13	13	13
负债合计	51	53	57	60	66
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	119	119	131	131	131
资本公积	160	160	148	148	148
留存收益	227	280	356	446	550
归属母公司股东权益	505	558	640	736	852
负债和股东权益	557	611	696	795	918

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	118	88	101	105	133
净利润	86	89	105	122	142
折旧摊销	16	18	15	17	20
财务费用	-5	-6	-9	-11	-13
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	17	-18	-11	-24	-16
其他经营现金流	5	5	1	1	1
投资活动现金流	-37	-67	-35	-40	-46
资本支出	37	67	35	40	47
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	1	0	0	0
筹资活动现金流	-25	-37	-16	-15	-13
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	12	0	0
资本公积增加	0	0	-12	0	0
其他筹资现金流	-25	-37	-16	-15	-13
现金净增加额	58	-15	50	50	74

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	329	347	399	459	527
营业成本	196	201	230	263	301
营业税金及附加	5	5	6	7	8
销售费用	3	4	4	5	6
管理费用	22	24	27	31	36
研发费用	14	18	21	24	27
财务费用	-5	-6	-9	-11	-13
资产和信用减值损失	-0	-1	-1	-1	-1
其他收益	3	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	99	101	120	140	163
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	99	101	120	140	163
所得税	13	13	15	17	20
净利润	86	89	105	122	142
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	86	89	105	122	142
EBITDA	112	116	129	149	173
EPS (元)	0.66	0.68	0.80	0.93	1.09

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.5	5.5	14.9	14.9	14.9
营业利润(%)	9.6	2.7	18.5	16.3	16.4
归属于母公司净利润(%)	10.2	3.3	18.5	16.3	16.4
获利能力					
毛利率(%)	40.4	42.0	42.3	42.5	42.9
净利率(%)	26.1	25.6	26.3	26.7	27.0
ROE(%)	17.0	15.9	16.4	16.6	16.7
ROIC(%)	16.2	15.1	15.4	15.5	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	9.2	8.6	8.2	7.5	7.2
净负债比率(%)	-39.9	-33.6	-37.3	-39.2	-42.5
流动比率	9.0	8.4	9.1	10.2	10.8
速动比率	7.9	7.2	7.9	8.8	9.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4.6	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	5.7	8.2	8.2	8.2	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.68	0.80	0.93	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.67	0.77	0.80	1.02
每股净资产(最新摊薄)	3.86	4.27	4.89	5.62	6.51
估值比率					
P/E	22.7	22.0	18.5	15.9	13.7
P/B	3.9	3.5	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	15.6	15.2	13.3	11.1	9.2

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张诗瑶

从业经历：本科毕业于英国谢菲尔德大学，硕士毕业于英国伦敦大学皇家霍洛威学院；拥有近 5 年的证券从业经历，曾先后就职于光大证券和广发证券，对宏观经济政策以及机械行业具有丰富的研究经验。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。