2025 年 07 月 23 日
公司研究●证券研究报告

凌云股份（600480.SH）

公司快报

传统主业稳舵前行，传感器等新兴业务打造业绩增长新曲线

汽车 | 汽车零部件III

投资评级	买入(首次)
股价(2025-07-23)	11.95 元

交易数据

总市值（百万元）	14,607.21
流通市值（百万元）	14,389.74
总股本（百万股）	1,222.36
流通股本（百万股）	1,204.16
12 个月价格区间	18.07/7.61

一年股价表现

资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.04	-4.19	63.06
绝对收益	10.14	4.69	80.27

分析师 黄程保
SAC 执业证书编号：S0910525040002
huangchengbao@huajinsc.cn

相关报告

投资要点

◆ **公司主业为汽车零部件及塑料管道的生产及销售。**公司及公司下属子公司目前主要从事汽车零部件生产及销售业务、塑料管道系统生产及销售业务；其中，主导产品包括车身安全结构产品、新能源车电池产品、汽车管路系统等。2024 年公司实现营业收入 188.37 亿元、同比增长 0.72%，实现归母净利润 6.55 亿元、同比增长 3.77%；最新报告期，2025Q1 公司实现营收 43.39 亿元、同比增长 0.92%，实现归母净利润 2.15 亿元、同比略降 2.91%。

◆ **公司拥有丰富的优质客户资源，现阶段在手订单充裕。**在汽车零部件领域，公司主要客户涵盖国内外主流车企和新能源汽车电池厂商，包括宝马、奔驰、奥迪、保时捷、TSL、Stellantis、上汽大众、一汽大众、比亚迪、长安汽车、奇瑞、长城、广汽埃安、东风岚图、理想汽车、小鹏汽车、蔚来汽车等；而在塑料管道系统领域，公司则主要服务于港华燃气、华润燃气、中国燃气、新奥燃气、首创环保、华衍水务、中国水务、北控水务等下游头部企业。伴随着与客户的战略合作关系持续深化，公司 2024 年累计新获订单 510 亿元，汽车金属中标项目生命周期产值超 350 亿元，优质客户定点占比超 97%；汽车管路板块中标项目生命周期产值超 150 亿元。其中，宝马某项目冲压产品、某项目热成型产品成功实现谱系突破；一汽红旗某项目、国内新能源头部车企某项目成功填补热成型双门环产品谱系空白；公司成功进入小鹏汇天低空飞行项目配套体系；汽车管路在新能源储能领域新项目订单量大幅增加；与此同时，市政管道海外市场取得新突破，成功中标阿布扎比国家石油公司油田注海水主体工程，国际市场进一步拓展。

◆ **公司积极围绕智能化、集成化技术方向布局新业务；其中，传感器业务入围工信部揭榜挂帅项目，有望打造业绩增长新曲线。**1）智能化技术开发方面，公司作为牵头方联合相关单位开展的传感器业务入围揭榜挂帅项目，完成了拉压力传感器批量样件送货和小规模产线布局，六维力传感器设计任务也在进行中；与相关单位联合共同开发的流体传感器完成车规级认证和装车路试。2）集成化技术方面，电池封装系统等 5 个重点转型升级项目均进入样件和市场推广阶段，其中汽车热管理系统完成台架测试、夏季路试，成功获得北奔小批量生产订单；新能源电池 BMS 及封装系统完成首台电池包系统封装和测试，初步具备了系统设计、封装产线设计规划能力；汽车流体控制系统获得上汽大通认证使用。

◆ **投资建议：**公司是一家全球化汽车零部件供应商，主导产品涵盖车身安全结构产品、新能源汽车电池产品、汽车管路系统的同时，近期又积极布局新能源电池管理系统、传感器、机器人智能关节及机械臂等新业务，为公司持续性发展奠定优良基础。我们预计 2025-2027 年营业总收入分别为 194.77 亿元、204.33 亿元、214.16 亿元，同比增速分别为 3.4%、4.9%、4.8%；对应归母净利润分别为 8.14 亿元、9.24 亿元、10.28 亿元，同比增速分别为 24.2%、13.5%、11.3%；对应 EPS 分别为 0.67

元、0.76 元、0.84 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**新能源汽车行业发展不及预期的风险、新业务开拓不及预期的风险、业绩的风险、市场竞争加剧的风险、国际化经营的风险、金融风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,702	18,837	19,477	20,433	21,416
YoY(%)	12.1	0.7	3.4	4.9	4.8
归母净利润(百万元)	632	655	814	924	1,028
YoY(%)	86.4	3.8	24.2	13.5	11.3
毛利率(%)	16.3	17.6	17.5	17.8	17.9
EPS(摊薄/元)	0.52	0.54	0.67	0.76	0.84
ROE(%)	9.6	9.8	11.3	11.2	11.2
P/E(倍)	23.1	22.3	17.9	15.8	14.2
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
净利率(%)	3.4	3.5	4.2	4.5	4.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、凌云股份

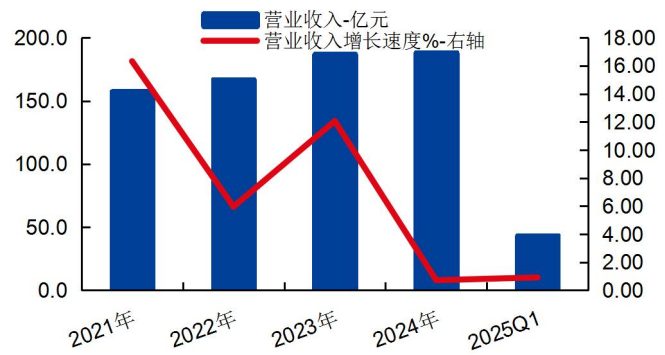
公司是北方凌云工业集团有限公司所属的汽车零部件专业上市公司，下辖 37 家全资及控股子公司、3 家参股公司，分布于德国、墨西哥、印尼以及国内 30 多个省市和地区，其中与瑞士、美国、德国、韩国等合资成立 15 家中外合资公司。

公司主导产品有车身安全结构产品、新能源车电池产品、汽车管路系统等，公司积极布局新能源电池管理系统及封装系统、汽车流体控制系统、汽车热管理系统、汽车线控转向系统及智能制造工程以及传感器、机器人智能关节及机械臂等关键部件研发销售以及相关业务。

（一）基本财务状况

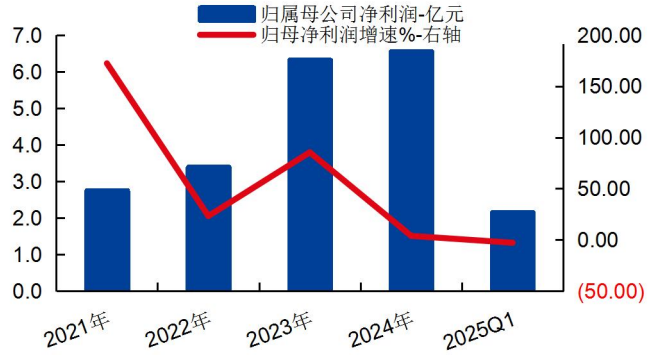
公司 2022-2024 年分别实现营业收入 166.89 亿元/187.02 亿元/188.37 亿元，YOY 依次为 5.96%/12.06%/0.72%；实现归母净利润 3.39 亿元/6.32 亿元/6.55 亿元，YOY 依次为 23.18%/85.44%/3.77%。根据最新财务情况，公司 2025Q1 实现营业收入 43.39 亿元，较上年同期增长 0.92%；实现归母净利润 2.15 亿元，较上年同期减少 2.91%。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）投资亮点

1、公司拥有丰富的优质客户资源，现阶段在手订单充裕。在汽车零部件领域，公司主要客户涵盖国内外主流车企和新能源汽车电池厂商，包括宝马、奔驰、奥迪、保时捷、TSL、Stellantis、上汽大众、一汽大众、比亚迪、长安汽车、奇瑞、长城、广汽埃安、东风岚图、理想汽车、小鹏汽车、蔚来汽车等；而在塑料管道系统领域，公司则主要服务于港华燃气、华润燃气、中国燃气、新奥燃气、首创环保、华衍水务、中国水务、北控水务等下游头部企业。根据公司 2024 年报披露，伴随着与客户的战略合作关系持续深化，公司 2024 年累计新获订单 510 亿元，汽车金属中标项目生命周期产值超 350 亿元，优质客户定点占比超 97%；汽车管路板块中标项目生命周期产值超 150 亿元。其中，宝马某项目冲压产品、某项目热成型产品成功实现谱系突破；一汽红旗某项目、国内新能源头部车企某项目成功填补热成型双门环产品谱系空白；公司成功进入小鹏汇天低空飞行项目配套体系；汽车管路在新能源储能领域新项目订单量大幅增加；与此同时，市

政管道海外市场取得新突破，成功中标阿布扎比国家石油公司油田注海水主体工程，国际市场进一步拓展。

2、公司积极围绕智能化、集成化技术方向布局新业务；其中，传感器业务入围工信部揭榜挂帅项目，有望打造业绩增长新曲线。1）智能化技术开发方面，公司作为牵头方联合相关单位开展的传感器业务入围揭榜挂帅项目，完成了拉压力传感器批量样件送货和小规模产线布局，六维力传感器设计任务也在进行中；与相关单位联合共同开发的流体传感器完成车规级认证和装车路试。2）集成化技术方面，电池封装系统等 5 个重点转型升级项目均进入样件和市场推广阶段，其中汽车热管理系统完成台架测试、夏季路试，成功获得北奔小批量生产订单；新能源电池 BMS 及封装系统完成首台电池包系统封装和测试，初步具备了系统设计、封装产线设计规划能力；汽车流体控制系统获得上汽大通认证使用。

（三）盈利预测核心假设

1、汽车金属及塑料零部件：公司在该业务领域拥有丰富的客户资源、且在手订单丰富；主要客户包括宝马、奔驰、奥迪、保时捷、TSL、Stellantis、上汽大众、一汽大众、比亚迪、长安汽车、奇瑞、长城、东风乘用车、东风本田、东风日产、江铃股份、上汽通用、长安福特、广汽埃安、东风岚图、理想汽车、小鹏汽车、蔚来汽车等国内外主流车企和新能源汽车电池厂商。我们预计汽车金属及塑料零部件业务 2025-2027 年对应收入分别为 177.11 亿元、186.14 亿元、195.43 亿元，同比增速分别为 3.50%、5.10%、4.99%；对应毛利率分别为 17.80%、18.10%、18.15%。

2、塑料管道系统：汽车管路在新能源储能领域新项目订单量大幅增加；市政管道海外市场取得新突破，成功中标阿布扎比国家石油公司油田注海水主体工程，国际市场进一步拓展。我们预计塑料管道系统业务 2025-2027 年对应收入分别为 11.33 亿元、11.73 亿元、12.14 亿元，同比增速分别为 1.98%、3.56%、3.45%；对应毛利率分别为 15.00%、15.20%、15.18%。

综上，我们预计 2025-2027 年营业总收入分别为 194.78 亿元、204.34 亿元、214.17 亿元，同比增速分别为 3.40%、4.91%、4.81%，对应毛利率分别为 17.55%、17.84%、17.88%。

表 1： 收入成本拆分

业务收入（亿元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**187.02**	**188.38**	**194.78**	**204.34**	**214.17**
yoy	**12.06%**	**0.73%**	**3.40%**	**4.91%**	**4.81%**
毛利率（%）	**16.34%**	**17.60%**	**17.55%**	**17.84%**	**17.88%**
1、汽车金属及塑料零部件	166.49	171.12	177.11	186.14	195.43
yoy	13.79%	2.78%	3.50%	5.10%	4.99%
毛利率（%）	16.77%	17.88%	17.80%	18.10%	18.15%
2、塑料管道系统	13.09	11.11	11.33	11.73	12.14
yoy	-7.36%	-15.13%	1.98%	3.56%	3.45%
毛利率（%）	13.07%	14.97%	15.00%	15.20%	15.18%
3、其他主营业务	0.40	0.05	0.05	0.06	0.06
yoy	-31.73%	-87.50%	8.00%	6.00%	5.60%

业务收入（亿元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率（%）	17.16%	15.16%	15.20%	15.24%	15.26%
4、其他业务	7.05	6.10	6.28	6.41	6.54
yoy	20.21%	-13.48%	3.00%	2.00%	2.00%
毛利率（%）	12.27%	14.64%	15.00%	15.20%	14.90%

资料来源：Wind、华金证券研究所

（四）可比公司估值

公司专注于汽车零部件及塑料管道领域，根据业务的相似性，选取拓普集团（主营为汽车NVH领域橡胶减震产品和隔音产品）、华域汽车（供应汽车零部件）、德赛西威（开发汽车智能硬件及软件算法）、万丰奥威（汽车金属部件）、星宇股份（主营为汽车全套车灯总成）为凌云股份的可比上市公司；相较而言，公司的估值较同业可比公司均值略低。

表 2：可比公司估值

股票代码	证券简称	总市值（亿元）	EPS（元）			对应 PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601689.SH	拓普集团	836.25	2.09	2.59	3.15	23.0	18.6	15.3
600741.SH	华域汽车	592.71	2.23	2.42	2.61	8.4	7.8	7.2
002920.SZ	德赛西威	573.32	4.83	6.12	7.65	21.4	16.9	13.5
002085.SZ	万丰奥威	355.02	0.47	0.55	0.63	35.6	30.4	26.5
601799.SH	星宇股份	343.67	6.36	7.95	9.76	18.9	15.1	12.3
平均值		540.19	3.20	3.93	4.76	21.5	17.8	15.0
600480.SH	**凌云股份**	**187.69**	**0.67**	**0.76**	**0.84**	**17.9**	**15.8**	**14.2**

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期、凌云股份盈利预测来自华金证券研究所；表中数据截至日期：2025 年 7 月 23 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12025	12521	13194	15459	17118
现金	3292	3447	3997	5635	7136
应收票据及应收账款	4908	5303	5255	5821	5788
预付账款	274	328	294	359	325
存货	2125	2073	2271	2270	2487
其他流动资产	1426	1370	1377	1374	1381
非流动资产	7024	6858	6181	5926	5714
长期投资	471	513	637	764	892
固定资产	3856	3989	3759	3560	3331
无形资产	340	339	304	273	237
其他非流动资产	2357	2016	1480	1329	1254
资产总计	19049	19379	19375	21385	22831
流动负债	8723	9101	8184	8858	8810
短期借款	1564	817	817	817	817
应付票据及应付账款	5135	5769	5513	6280	6074
其他流动负债	2023	2516	1854	1761	1918
非流动负债	**1262**	**630**	**630**	**630**	**630**
长期借款	656	0	0	0	0
其他非流动负债	605	630	630	630	630
负债合计	9984	9731	8814	9488	9439
少数股东权益	2054	2179	2560	2972	3439
股本	941	940	1223	1223	1223
资本公积	3595	3678	3395	3395	3395
留存收益	2585	2911	4107	5443	6938
归属母公司股东权益	7011	7469	8001	8925	9953
负债和股东权益	19049	19379	19375	21385	22831

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1357	2241	1668	1731	1588
净利润	868	950	1195	1336	1495
折旧摊销	935	1129	834	491	459
财务费用	69	208	-49	-54	-69
投资损失	-65	-97	-80	-83	-85
营运资金变动	-667	-25	-227	48	-206
其他经营现金流	217	76	-5	-6	-6
投资活动现金流	-559	-568	-71	-147	-156
筹资活动现金流	-1062	-1581	-1047	54	69
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.54	0.67	0.76	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.83	1.36	1.42	1.30
每股净资产(最新摊薄)	5.74	6.11	6.55	7.30	8.14

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18702	18837	19477	20433	21416
营业成本	15646	15521	16060	16788	17586
营业税金及附加	92	84	87	91	96
营业费用	405	352	351	358	364
管理费用	853	1009	1013	1046	1034
研发费用	783	802	812	858	887
财务费用	69	208	-49	-54	-69
资产减值损失	-42	-38	-47	-49	-41
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	65	97	80	83	85
营业利润	965	1069	1351	1502	1685
营业外收入	6	14	10	10	10
营业外支出	13	13	10	10	11
利润总额	958	1070	1351	1502	1684
所得税	90	120	155	166	189
税后利润	868	950	1195	1336	1495
少数股东损益	236	295	381	412	467
归属母公司净利润	632	655	814	924	1028
EBITDA	1933	2146	2081	1863	1972

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.1	0.7	3.4	4.9	4.8
营业利润(%)	34.2	10.8	26.3	11.2	12.1
归属于母公司净利润(%)	86.4	3.8	24.2	13.5	11.3
获利能力					
毛利率(%)	16.3	17.6	17.5	17.8	17.9
净利率(%)	3.4	3.5	4.2	4.5	4.8
ROE(%)	9.6	9.8	11.3	11.2	11.2
ROIC(%)	8.9	9.4	11.8	11.9	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	50.2	45.5	44.4	41.3
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.7	1.9
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	4.1	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	3.3	2.8	2.8	2.8	2.8
估值比率					
P/E	23.1	22.3	17.9	15.8	14.2
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.5	7.2	7.0	7.1	6.2

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

黄程保声明，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，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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，无论是否已经明示或暗示，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
办公地址：
上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层
北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层
深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn