

正裕工业 (603089.SH)

增持 (首次)

国产减震器领导者，看好盈利估值双击

中游制造/汽车
目标估值: NA
当前股价: 17.03 元

公司专注汽车悬架系统减震器，现有减震器产品近两万余个型号，覆盖全球大多数车型，产品主要销往海外售后市场。公司新增产能在 24H2 进入释放周期，驱动业绩开启强劲增长势头，看好盈利估值双击。首次覆盖给予“增持”评级。

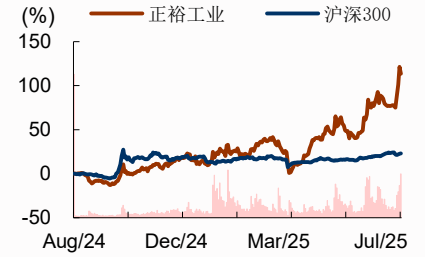
基础数据

总股本 (百万股)	240
已上市流通股 (百万股)	240
总市值 (十亿元)	4.1
流通市值 (十亿元)	4.1
每股净资产 (MRQ)	5.3
ROE (TTM)	6.8
资产负债率	58.2%
主要股东	浙江正裕投资有限公司
主要股东持股比例	44.02%

国内汽车减震器领导者，深耕汽车后市场 30 余年。公司专注汽车悬架系统减震器近三十年，核心产品汽车减震器收入占比超 70%。主要客户包括天纳克全球 (TENNECO)、采埃孚全球 (ZF) 集团、墨西哥 GOVI、美国 AutoZone 等国际著名厂商，境外营收占比长期高于 80%，其中北美为最主要出口市场。近年公司加快智能制造布局，2024 年智造园区产能释放、泰国工厂开始投产，产能布局不断完善，带动公司业绩快速增长。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	75	115
相对表现	13	68	92



资料来源: 公司数据、招商证券

减震器在售后市场空间大，国产企业有望提升份额。减震器为悬架系统核心部件，为易损易耗件，即使单根损坏，也需全部更换，通常更换周期为 6-8 年。减震器在售后市场的需求主要取决于汽车保有量，一定程度上可以穿越经济周期，按照全球汽车保有量测算，全球汽车保有量超 16 亿辆，售后市场减震器需求量超 8 亿支，对应全球市场规模约为 700 亿左右。目前，外资品牌主导整车配套市场，国产品牌以售后市场为主，国产优质企业有望在市场中不断提升份额。

相关报告

国内外同时扩产，迎产能释放周期，驱动业绩增长。1) 产能端: 国内智造园项目推动减震器产能增长，并提升核心部件自制率，海外泰国工厂已投产并持续爬坡，增强全球交付能力。2024 年公司悬架系统减震器产量 2,062 万只，同比+52.1%，2024 年 10 月减震器月产量突破 200 万支，产能释放效果明显。2) 业绩端: 营收稳健增长，利润端逐渐呈修复趋势。2024 年公司营收为 23.0 亿元，同比+31.0%，归母净利润为 0.7 亿元，同比+21.4%。1Q25 公司营收同比+46.1%，归母净利润同比+95.1%，增速明显。

- 汪刘胜 S1090511040037
wangls@cmschina.com.cn
- 杨岱东 S1090523040002
yangdaidong1@cmschina.com.cn
- 梁橙月 S1090525070007
liangchengyue@cmschina.com.cn

首次覆盖，给予“增持”评级。公司新增产能在 24H2 开始释放，驱动业绩在 2025 年开启强劲增长势头，同时规模效应驱动盈利能力提升，看好盈利估值双击。预计 2025-27E 归母净利润分别为 1.5 亿/1.8 亿/2.1 亿，同比+109.8%/+20.5%/+15.2%，对应 25.7x/21.3x/18.5x 2025-27E P/E。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险、关税政策变动风险、利率波动风险、短期偿债压力较大和产能扩张带来的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1758	2303	2840	3402	3890
同比增长	3%	31%	23%	20%	14%
营业利润(百万元)	82	112	209	255	299
同比增长	3%	36%	86%	22%	17%
归母净利润(百万元)	59	71	150	181	208
同比增长	-17%	21%	110%	20%	15%
每股收益(元)	0.25	0.32	0.62	0.75	0.87
PE	69.4	53.3	27.3	22.6	19.6
PB	3.5	3.1	3.0	2.7	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 正裕工业：小而美的汽车减震器行业龙头	3
1、 国内减震器行业龙头企业，三十年深耕汽车后市场	3
2、 减震器为公司核心收入来源，毛利率维持在 20%上下	4
3、 积极扩展优质客户，海外营收占比长期高于 80%	5
二、 行业：减震器售后市场空间大，竞争格局分散	6
三、 亮点：国内外同时加码产能，业绩增长提速	9
1、 产能：国内+国外积极扩充产能，同步加强产业链布局	9
2、 业绩：营收稳步增长夯实基地，利润端逐渐呈修复趋势	10
四、 盈利预测	12
五、 风险提示	13

图表目录

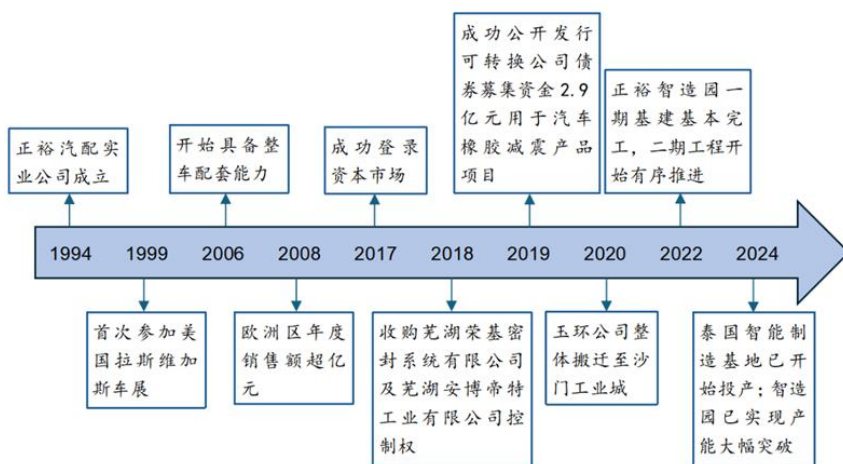
图 1：公司发展历程	3
图 2：公司股权结构	3
图 3：公司主营业务收入分业务情况（亿元、%）	5
图 4：公司分业务毛利率情况（%）	5
图 5：公司国内外营收结构（亿元、%）	6
图 6：减震器需要在汽车后市场进行更换	7
图 7：公司汽车悬架系统减震器产销情况	10
图 8：公司发动机密封件产销情况	10
图 9：公司营业收入（单位：百万元）	11
图 10：公司归母净利润（单位：百万元）	11
图 11：公司销售毛利率及净利率	11
图 12：公司期间费用率	11
图 13：公司研发费用及同比（单位：百万元）	12
图 14：公司研发人员数量及同比	12
表 1：公司主要产品	4
表 2：公司主要客户	5
表 3：汽车减震器的分类及描述	6
表 4：全球汽车售后市场减震器需求测算	8
表 5：公司 2023 年产能情况	9
附：财务预测表	14

一、正裕工业：小而美的汽车减震器行业龙头

1、国内减震器行业龙头企业，三十年深耕汽车后市场

深耕减震器行业近三十年，构建模块化与系统化开发优势，稳居行业龙头。公司前身正裕汽配实业公司于1994年成立，目前是集汽车售后市场、整车配套加工和提供悬架支柱总成整体解决方案为一体的制造商和综合服务商，是国内最早从事汽车悬架系统减震器生产的企业之一，具有近三十年的汽车悬架系统减震器的业务历史。1999年首次参加美国拉斯维加斯车展，视野转向国际市场，2017年成功IPO上市，2019年成功公开发行可转换公司债券募集资金2.9亿元用于新增500万件汽车橡胶减震产品项目，开启新纪元。2024年公司智造园项目已实现产能大幅突破，智能化工厂产能矩阵开始逐步构建完成，泰国智能制造基地开始投产，未来将持续投资以提升产能。

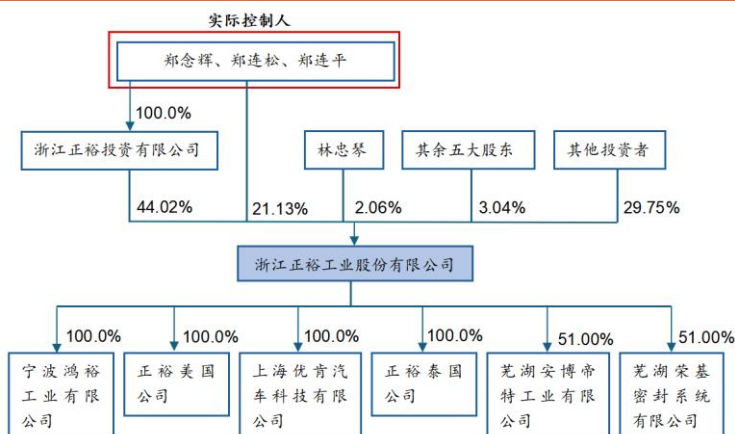
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

股权结构集中稳定。截止 2025 年一季报，郑氏三兄弟郑连松先生、郑念辉先生、郑连平先生是公司的实际控制人，直接持有公司 21.1% 股权，通过控股股东正裕投资间接持有公司 44.0% 股权，直接和间接持有公司 65.2% 股权，处于绝对控股地位。

图 2：公司股权结构（截止 2025 年一季报）



资料来源：iFinD、公司招股说明书、招商证券

2、减震器为公司核心收入来源，营业收入稳步增长





公司主要产品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。1) 汽车悬架系统减震器：为公司专业从事的主要业务，主要应用于汽车悬架系统，涉及汽车等等安全性和舒适性，按技术标准划分为 9 大系列，产品覆盖乘用车、商用车类减震器。2) 汽车橡胶减震产品：主要安装于发动机、车身、空调和车厢悬挂系统，用于降低汽车行驶时的震动和噪音，目前公司产品主要为悬置、顶胶、衬套、防尘罩等。3) 发动机密封件：是对维持发动机正常工作的油品、冷却液、气体等物质进行密封，防止发动机内高温高压介质泄露的密封件。

表 1：公司主要产品

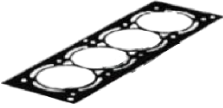



汽车悬架系统减震器

				
筒式减震器件	支芯式减震器	托盘式减震器	托盘支架式减震器	
				
转向减震器	驾舱减震器	气囊减震器	悬架支柱总成	可调式减震器

汽车橡胶减震产品

			
发动机悬置	顶胶	液压衬套	防尘罩

发动机密封件

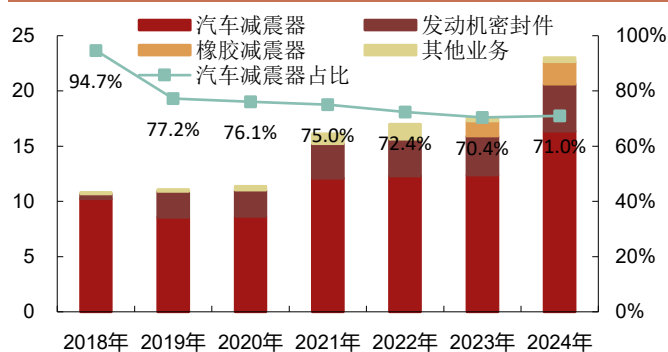
			
汽缸垫	排气管垫	凸轮轴油封	曲轴后油封

资料来源：公司官网、公司年报、招商证券

营收逐年增长，减震器占营收比重超过 70%。分业务来看，公司营收主要来源为汽车减震器产品，从 2019 年开始实现稳步增长，截至 2024 年，汽车减震器业务收入占总营业收入的比重为 71.0%。毛利率分业务来看，2021 年及以后，公司汽车减震器和发动机密封件业务毛利率维持稳定，其中汽车减震器毛利率均

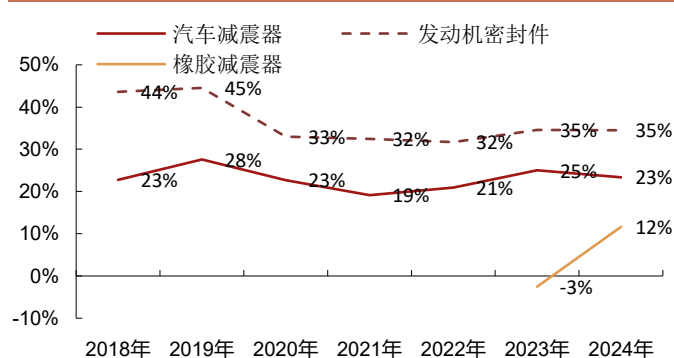
值为 22.12%，上下浮动不超过 3%，发动机密封件毛利率稳定在 30%-35% 区间，橡胶减震器毛利率骤升，从 2023 年的 -2.53% 增长至 2024 年的 11.63%。

图 3: 公司主营业务收入分业务情况 (亿元、%)



资料来源: iFinD、公司年报、招商证券

图 4: 公司分业务毛利率情况 (%)



资料来源: iFinD、公司年报、招商证券

3、积极扩展优质客户，海外营收占比长期高于 80%

客户资源优质，海外客户为主，积极拓展国内新兴客户。公司主要服务于海外汽车售后市场，销售区域遍布欧洲、北美洲、南美洲、亚洲、大洋洲和非洲。产品定位于中高端，主要通过 ODM 方式直接销售至国际知名汽车零部件厂商或集团采购商。成立以来，公司聚焦汽车零部件售后领域，也有少量自主品牌产品，对于整车配套比例较低。主要客户有天纳克全球 (TENNECO)、采埃孚全球 (ZF) 集团、墨西哥 GOVI、美国 AutoZone 等。同时，公司积极进入新兴国内售后市场，随着新能源汽车对于智能化要求较高，公司也将迎来新的发展机遇，依靠多年高端电控悬架系统减震器的技术积累，实现高端智能减震器汽车关键零部件的进口替代。

表 2: 公司主要客户

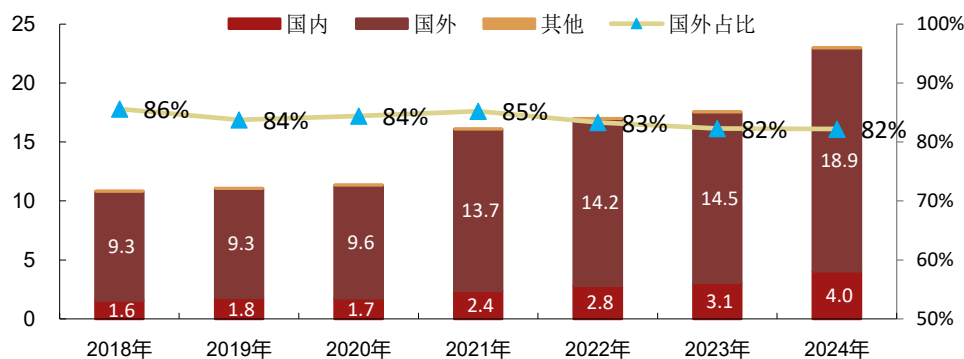
客户类型	名称	介绍
零部件生产商	RIDE CONTROL LLC 加百利 (GABRIEL)	拥有国际知名的减震器品牌“GABRIEL”，世界知名的汽车减震器制造企业
	天纳克 (TENNECO)	全球领先的汽车悬挂系统和排气系统生产商和供应商，旗下“MONROE” (蒙诺) 是高端减震器品牌
	AC 德科 (ACDELCO)	美国通用汽车旗下子公司、全球最大的零部件供应商及采购商之一，产品定位于高端汽车备件系列产品
	威伯科 (WABCO)	全球领先的商用车安全及控制系统供应商
	德尔福 (DELPHI)	全球领先的汽车与汽车电子零部件及系统技术供应商
	天合 (TRW)	汽车安全系统的先驱和领导者，世界十大汽车零部件供应商之一
	德国梅尔 (MEYLE)	核心产品包括各种橡胶和金属制汽车转向系统和悬挂系统零部件
	墨西哥 GOVI	汽车悬架系统方面的行业引导者，同时拥有悬架系统和减震器两种类型产品，销售网络覆盖墨西哥全国
	采埃孚全球 (ZF) 集团	主要从事工程学以及汽车工业领域内的设计、研发、制造，是全球性的轿车、商用车传动和底盘技术供应商
零部件采购商	美国奥特帕斯 (AUTOPARTS)	北美领先的售后零部件采购商，世界知名品牌的销售商，比如博世、KYB、NGK 等

德国奥普迪马 (OPTIMAL)	专业汽车零部件采购商, 产品采购范围包括世界范围内的汽车原厂商、OEM 厂商和其他合格供应商
巴西 STOCKAIG	从事汽车零部件生产及相关进出口工作, 是巴西最完整销售所有汽车零部件的分销商
美国 AutoZone	美国领先的汽车备件及配件零售商, 全球门店数量超过 6300 家, 覆盖美国、墨西哥、巴西市场

资料来源: 公司招股说明书、招商证券

公司产品主要用于出口, 其中北美洲为公司最大外销市场。公司收入主要来自于汽车悬架系统减震器和发动机密封件产品的生产、销售业务。2018 年至 2024 年公司境外营收占比均超过 80%, 近三年境外营收占比为 83.3%/ 82.3%/ 82.2%。2024 年公司营业收入为 23.0 亿元, 境外营收为 18.9 亿元, 占比为 82.2%。公司产品主要外销美洲、欧洲、亚洲、大洋洲和非洲, 其中美洲为公司最主要的外销市场, 尤其以美国最为集中。

图 5: 公司国内外营收结构 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、招商证券

二、行业：减震器售后市场空间大，竞争格局分散

减震器是悬架系统的核心零部件, 涉及汽车的安全性和舒适性, 品类较多。减震器是汽车悬架系统的核心部件, 主要功能是抑制悬架弹簧吸震后反弹时的震荡及来自路面的冲击, 以减少路况不佳造成的车辆震荡, 亦可减轻车辆急转弯或急刹车时车身的摇晃。不同车型、不同排气量或不同年份参数的同一车型都可能要求适配不同型号的减震器, 此外, 同一辆车的左右减震器之间、前后减震器之间通常也存在差异。

表 3: 汽车减震器的分类及描述

大类	类型	描述
根据工作原理	液压式	使用液体 (通常是油) 通过阀门流动, 抵抗车辆的运动
	气压式	使用气体 (通常是氮气) 来抵抗车辆的运动
	磁流变/电流变	使用电磁或电流来改变材料的流变特性。以提供可变的抵抗力
根据结构和安装位置	双管式	具有一个内部管和外部管, 通常用于乘用车和 SUV
	单管式	只有一个管, 通常用于性能车和赛车
	麦弗逊减震	结合减震器和悬挂臂的一种设计, 通常用于前悬挂系统
	气动减震	使用气体压缩和释放的机制提供支撑和吸收震动
	底盘减震	通常安装在车辆的底盘上, 以提供附加的稳定性和舒适性

大类	类型	描述
根据应用或用途	标准	提供基本的舒适与控制，用于大多数乘用车和轻型卡车
	性能	为更高的操控性和稳定性而设计，通常用于运动车辆和赛车
	重型	为承受较大负荷而设计，通常用于卡车、拖拉机和商用车辆
	调节式	允许驾驶员根据车辆调节减震器的性能（例如调节硬度或响应）
	自适应	使用传感器和电子控制自动调节减震器的特性，以适应不同驾驶条件和风格

资料来源：智研咨询、招商证券

悬架系统减震器是易损件，更换周期通常是 6-8 年。与轮胎、刹车片一样，减震器是消耗品，需定期检查、更换。根据天纳克、日本 KYB 等世界知名减震器厂商的研究，汽车减震器在车辆行驶过程中处于高损耗状态，即使路况良好，汽车减震器每英里将震动 1,500-1,900 次，每 50,000 英里累计震动将超过 7,500 万次。美国加百利（GABRIEL）、日本 KYB 公司均建议 50,000 英里（约 80,000 公里）更换减震器。根据市场经验，减震器的实际更换周期通常高于建议值或理论最佳值，比如在美国，更换周期通常是 60,000 英里（约 100,000 公里）或 6-8 年。此外，为了驾驶的平稳性，避免引起车辆左右悬架及车辆其他部件的磨损不一，加速部件损耗，即便只有一根减震器出现损坏，也需更换全部减震器。

图 6：减震器需要在汽车后市场进行更换



资料来源：正裕工业招股书、招商证券

减震器在售后市场的需求主要取决于汽车保有量，一定程度上可以穿越经济周期。汽车后市场需求与汽车保有量及车龄密切相关，也与车辆的行驶路况、载荷情况、驾车习惯、保养方式等密切相关。从汽车保有量来看，全球汽车保有量近年来一直保持平稳增长，2020 年全球汽车保有量近 16 亿辆，2015 年到 2020 年年均增长率超过 4%；2024 年全球汽车产、销量分别为 9,250.43 万辆和 9,531.47 万辆，相比 2020 年分别增长 19.17%与 19.64%，汽车售后零部件市场空间广阔。在国内市场，据公安部统计，2024 年末全国机动车保有量达 4.53 亿辆，其中汽车 3.53 亿辆，国内替换减震器市场预计将不断增长。

基于正裕工业招股书的计算逻辑，考虑到减震器通常是成对更换，假设减震器更换周期为 8 年，需更换的数量为两对。以 2020 年 15.9 亿辆的全球汽车保有量测算，全球汽车售后市场减震器需求量达到 7.95 亿支，按照正裕工业 2020 年平均

出厂价（91.1 元/只）测算的市场空间超过 700 亿元。近年来，随着汽车保有量的提升，预计全球减震器需求超过 8 亿只，在全球汽车后市场空间约为 700 亿元左右。

表 4: 全球汽车售后市场减震器需求测算

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2020 年	2025E
全球汽车保有量（亿辆）	10.71	11.43	11.88	12.36	12.87	15.9	>16
减震器需求量（亿只）	5.36	5.72	5.94	6.18	6.435	7.95	>8
按公司当年平均出厂价测算的市场空间（亿元）	351.63	395.82	420.98	456.59	477.15	724.27	约 685

资料来源：正裕工业招股书、OICA、招商证券

注：测算方法参考正裕工业招股说明书，但仍需考虑公司减震器当年销售均价影响，2015/2020/2024 年公司减震器销售均价分别为 74.15/91.10/85.64 元

汽车减震器行业市场化程度高、竞争充分、集中度低。汽车减震器主要用于 OEM 前装市场和 AM 售后市场。OEM（原厂配套）市场直接与汽车制造商配套，技术要求高，认证周期长，供应商关系稳定但竞争激烈，价格压力大。AM（售后市场）服务于车辆使用过程中的维修和替换需求，市场高度分散，品牌众多，渠道复杂（汽配城、维修厂、电商平台等），价格敏感度相对较高，但对品牌认知度和渠道覆盖要求也高。

我国汽车减震器企业可大致分为三类：（1）国际知名的汽车/零部件企业在中国的独/合资企业，资金和研发实力雄厚，主要是为国外知名品牌的整车厂商提供配套，亦有产品以原车配件的方式进入售后市场。（2）部分合资企业和实力较强的内资企业，主要是为国内汽车企业配套和出口至欧美等发达国家市场，产品定位于中高端，部分优势企业业已通过 OEM/ODM 方式向国际知名减震器厂商供货。（3）小规模、分散生产的中小民营企业构成，产品主要是面向售后市场，出口地主要是新兴市场国家/地区。大部分自主品牌减震器企业属于上述第三类，自主开发能力较弱，在产品和技术上主要处于跟随阶段，生产规模较小，年产量一般在百万支以下。正裕股份可归属于上述第二类企业，是我国生产汽车售后市场减震器的龙头企业和国家汽车零部件出口基地企业。

表 5: 国内主要减震器厂商

类型	公司简称	公司介绍	主要客户
	天纳克	纽交所上市公司，在中国设立的减震器企业主要是天纳克（北京）汽车减震器有限公司，该公司系于 1995 年由天纳克与北京汽车工业控股有限责任公司合资成立	通用、福特、大众、戴-克、标致-雪铁龙、丰田、日产、本田等
	采埃孚	全球知名汽车零部件企业，主要的减震器企业为上海汇众萨克斯减震器有限公司，是 2000 年采埃孚和上海汇众汽车制造有限公司共同投资组建	上海大众、上海通用、一汽大众等，同时亦面向售后市场。
外资或合资企业	倍适登	德国蒂森克虏伯（ThyssenKrupp）集团下属的减震器企业，其产品是专业汽车底盘悬挂改装首选的减震器品牌	奔驰、宝马、莲花、保时捷、法拉利等
	RIDE CONTROL LLC	旗下的加百利（GABRIEL）减震器是国际知名品牌，创立于 1907 年，其业务领域覆盖了整车配套市场和售后市场	-
	德尔福	纽交所上市公司，通用汽车的零部件子公司，1999 年与通用汽车公司分离，2006 年德尔福在上海成立德尔福贸易（上海）有限公司作为 DELPHI 在中国售后市场的销售公司	-
	日本日立	全球知名的跨国企业，在中国从事减震器产品的合	一汽、江淮、长城、吉利、长安、比亚迪、

类型	公司简称	公司介绍	主要客户
		资公司主要是东机工汽车部件(苏州)有限公司和一汽东机工减震器有限公司,其中一汽东机工年产能 1300万支	威马和广汽等
	日本昭和	在中国的减震器工厂主要是合资公司广州昭和汽车零部件有限公司,主要生产和销售摩托车减震器、汽车减震器、汽车转向器及其零部件	广州本田、广汽丰田、三菱、东方本田、一汽丰田、东方日产等
	韩国万都	现代汽车的主要一级配套商,生产汽车核心装置,包括制动系统、转向系统、悬挂系统、底盘模块及其组成部件	通用、福特、克莱斯勒
	日本凯途必	全球最大汽车减震器生产厂商之一,能够制造包括汽车减震器、摩托车减震器、机器人和船舶减震器等高质量的液压产品	在中国市场覆盖了日系、欧美系、中国国产车系等几乎所有的车型
	正裕工业	2017年上交所上市,主要是为中高档汽车售后市场提供适配的悬架系统减震器系列产品,销售区域遍布欧洲、北美洲、南美洲、亚洲、大洋洲和非洲六大洲,当前年生产能力约 2400万支	国际知名的减震器生产商或采购商包括天纳克、加百利、威伯科、德尔福、
内资企业	中国首控集团有限公司	港交所上市,其全资控股子公司南阳浙减汽车减震器有限公司是我国领先的汽车减震器生产商之一。南阳浙减成立于2005年,产品应用于汽车整车配套和售后维修保养,具备年生产 2000万支汽车减震器产能	大众、奥迪、上汽、广汽、吉利、奇瑞、Stellantis、宇通、陕汽等
	成都九鼎科技(集团)有限公司	隶属于中国航天科技集团第七研究院,是一家从事汽车减震器研制和生产的专业化公司,综合年生产能力约 650万支	一汽、二汽、上汽、广汽、江淮、长城、江铃、海马等

资料来源:正裕工业招股书、各公司官网、招商证券

三、亮点:国内外同时加码产能,业绩增长提速

1、产能:国内+国外积极扩充产能,同步加强产业链布局

积极扩张国内产能,布局泰国海外产能。(1)在国内布局方面,公司生产基地分布于台州玉环、宁波北仑和安徽芜湖三地。其中汽车悬架系统减震器生产基地位于台州玉环和宁波北仑,主要由公司本部及全资子公司宁波鸿裕负责,公司持续加大产能建设,新生产基地智造园项目加速推进,受此影响玉环基地减震器产能持续扩充。(2)在海外布局方面,2023年公司新建泰国生产基地,2024年泰国基地已开始投产并持续提升产能,该基地有利于公司更加灵活应对复杂的国际贸易格局,提升行业竞争力和海外市场占有率。

表 6: 公司 2023 年产能情况

工厂名称	设计产能	产量	产能利用率	主要产品
玉环正裕工厂(支)	12,500,000	8,273,713	66.19%	悬架系统减震器
宁波鸿裕工厂(支)	7,500,000	5,280,137	70.40%	悬架系统减震器
芜湖荣基工厂(套)	37,000,000	36,120,075	97.62%	汽车发动机密封件
芜湖安博工厂(套)	50,000,000	46,164,858	92.33%	橡胶减震产品

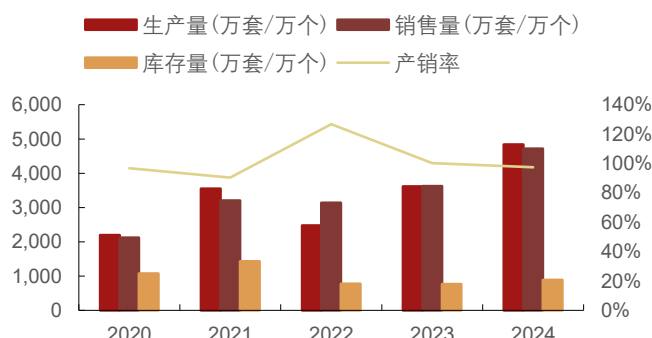
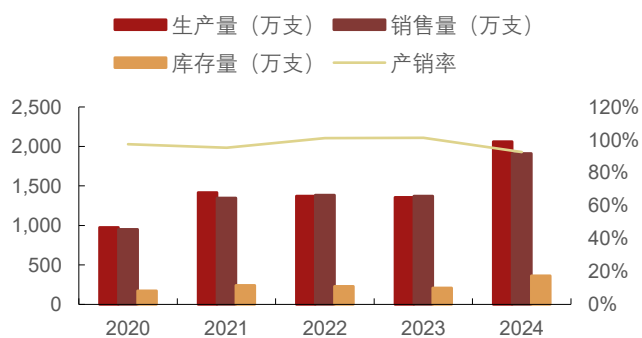
资料来源:公司可转债跟踪评级报告、招商证券
注:数据更新至2023年

产能释放带动销量明显提升，且产业链垂直一体化布局不断加强。随着公司智造园项目带来的产能大幅度突破以及泰国工厂的逐步投产，2024 年度，汽车悬架系统减震器生产量同比增长 52.1%，发动机密封件生产量增长 33.8%。据公司官网信息，24 年 10 月公司减震器月产量首次跃升至 200 万支+，反映扩张的产能释放效果明显。在垂直整合层面，智造园构建产业链向上游延伸，已开始量产自制高精度冲压一体成型件、精密连杆加工、电磁阀智造等核心关键减震元件，实现核心部件自主化生产。

拟通过定增持续扩产，进一步满足下游需求。2025 年 7 月，公司发布公告《2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，向特定对象发行 A 股股票募集资金总额不超过 4.5 亿元，扣除发行费用后的净额用于新厂房正裕智造园（二期）的建设和补流，公司汽车减震器在海外售后市场存在广泛的需求，扩张产能有利于突破产能瓶颈，提升订单承接能力。同时，此前公司部分工序的半成品由公司通过外购方式取得，扩展产能可以提高自产比例，增强产品质量控制和生产稳定性。

图 7：公司汽车悬架系统减震器产销情况

图 8：公司发动机密封件产销情况



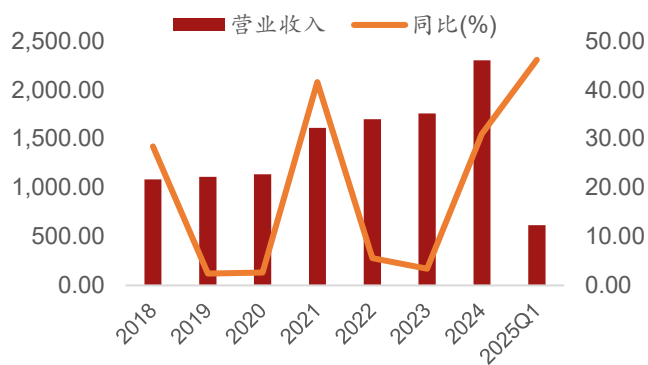
资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

2、业绩：营收稳步增长夯实基地，利润端逐渐呈修复趋势

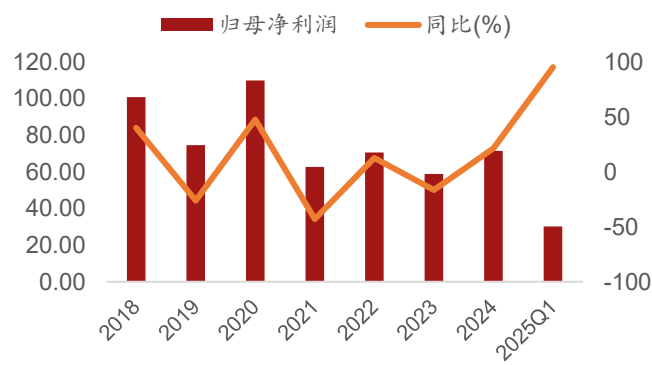
随着产能爬升业绩持续提速，2025 年 Q1 营收+净利润高速增长。2018 年至 2024 年，公司营收从 10.8 亿元稳定增至 23.0 亿元，CAGR 为 13.4%，2022 年至 2024 年营收稳健增长，为 17.0 亿/ 17.6 亿/ 23.0 亿。2024 年，伴随公司智造园的持续投入与产能进一步释放，业务部门积极抢抓市场机遇，显著提升了公司接单能力，从而带动营业收入同比大幅上升 31.0%。最新报告期 2025Q1 公司营收为 6.2 亿元，同比+46.1%，增速明显。归母净利润方面，2022 年至 2024 年归母净利润为 70.6 百万/ 58.9 百万/ 71.5 百万，2025Q1 归母净利润为 30.2 百万，同比+95.1%，彰显业绩提速。

图 9：公司营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司年报、招商证券

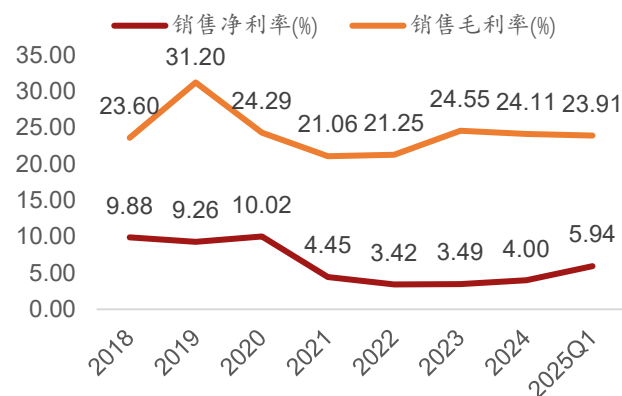
图 10：公司归母净利润（单位：百万元）



资料来源：公司年报、招商证券

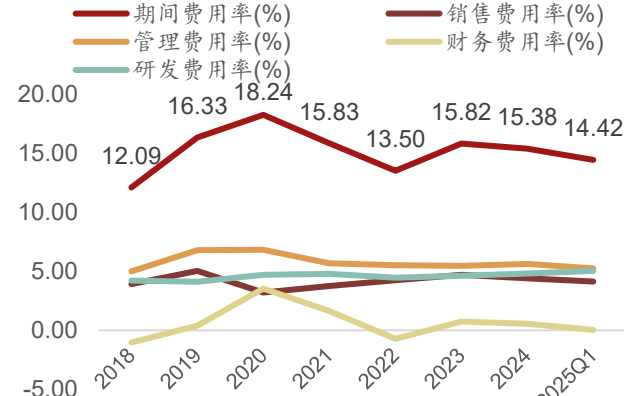
盈利能力持续改善，毛利率趋稳，费用管控良好，净利率回升。公司保持良好盈利能力，22-24 年毛利率为 21.2%/ 24.6%/ 24.1%，2025Q1 毛利率为 23.9%。销售净利率方面，2018 年至 2024 年间，公司净利率从 9.9% 降至 4.0%，22-24 年净利率为 3.4%/ 3.5%/ 4.0%，2025Q1 净利率修复提升至 5.9%，反映盈利能力持续改善的趋势。期间费用率整体管控良好，支撑利润增长。21 年来公司期间费用率保持在 13%-16% 区间内，22-24 年期间费用率为 13.5%/ 15.8%/ 15.4%，2025Q1 期间费用率为 14.4%。

图 11：公司销售毛利率及净利率



资料来源：公司年报、招商证券

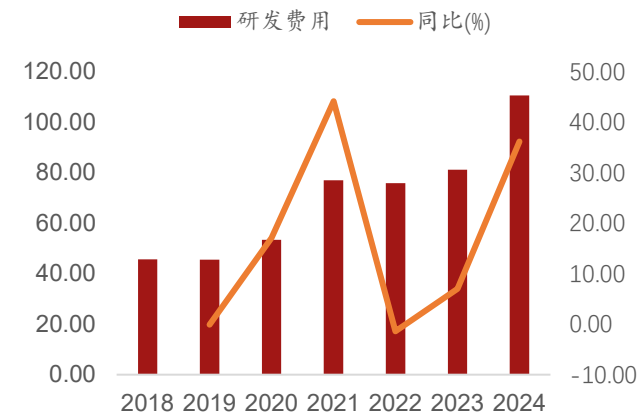
图 12：公司期间费用率



资料来源：公司年报、招商证券

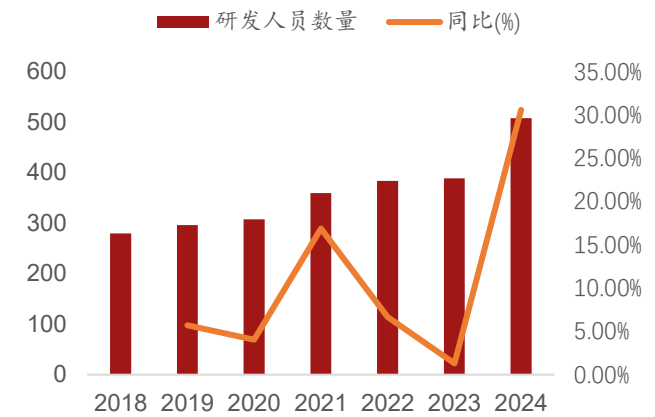
加大研发费用投入，加强研发人员结构优化，推动“制造”向“智造”升级。2018 年至 2024 年，公司研发费用从 45.6 百万稳定增至 110.6 百万元，CAGR 为 15.9%，2022 年至 2024 年公司研发费用为 75.9 百万/ 81.2 百万/ 110.6 百万，2024 年公司持续加大研发投入，研发费用同比+36.17%。与此同时，研发人员数量持续增加，人员结构显著优化。2018 年至 2024 年间研发团队规模进一步扩大，从 280 人稳健增至 508 人，近三年研发人员数量为 384/ 389 / 508 人，2024 年研发人员较上年同期增加 119 人，同比+30.59%，研发团队呈年轻化和高学历化趋势。

图 13: 公司研发费用及同比 (单位: 百万元)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 14: 公司研发人员数量及同比



资料来源: 公司年报、招商证券

四、盈利预测

公司 2025Q1 收入 6.2 亿元, 同比/环比+46.1%/-7.1%; 归母净利润 0.3 亿元, 同比/环比+95.1%/+22.2%; 归母净利率 4.9%, 同比/环比均为+1.2pct。公司发布业绩预增公告, 初步测算 2025 年上半年扣非归母净利润 0.69 亿元, 同比+268.6%。

我们预测, 公司 2025-27E 收入分别为 28.4 亿/34.0 亿/38.9 亿, 同比+23.3%/+19.8%/14.3%; 2025-27E 归母净利润分别为 1.5 亿/1.8 亿/2.1 亿, 同比+109.8%/+20.5%/+15.2%, 对应 25.7x/21.3x/18.5x 2025-27E P/E。

增长主要由产能扩张驱动。我们预测, 2025 年收入及利润的强劲增长, 延续 24 年下半年及 25 年上半年的增势, 反映国内新增产能释放及规模效应提升。预计 2026Q3 国内 3600 万只减震器产能打满, 驱动业绩进一步增长。2027 年, 国内产能满产运行, 同时泰国产能开始部分释放。

表 6: 收入预测分拆

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,758	2,303	2,840	3,402	3,890
汽车减震器	1,238	1,635	2,044	2,473	2,844
发动机密封件	354	425	497	572	641
橡胶减震器	136	205	256	310	356
其他汽车零部件	26	32	35	38	39
其他业务	4	6	8	9	10
收入同比	3.4%	31.0%	23.3%	19.8%	14.3%
汽车减震器	0.6%	32.1%	25.0%	21.0%	15.0%
发动机密封件	5.8%	20.2%	17.0%	15.0%	12.0%
减震器	n.a.	50.4%	25.0%	21.0%	15.0%
其他汽车零部件	-80.5%	21.1%	8.6%	9.8%	2.4%
其他业务	511.7%	40.6%	34.2%	12.5%	11.1%

资料来源: 公司资料, 招商证券预测

五、风险提示

- 1、**原材料价格波动风险。**公司采购的主要原材料为活塞杆、钢管、支架类、弹簧盘类等钢制品，钢制品占公司产品成本的比重较高，原材料价格波动将可能对公司盈利能力造成不利影响。
- 2、**关税政策变动风险。**公司出口销售比例较高，产品主要出口地为欧美。若未来公司其他主要客户所在国家或地区的进口政策发生重大不利变化，将可能会对公司出口业务造成不利影响，进而影响经营业绩。
- 3、**汇率波动风险。**公司产品主要出口地为欧美，主要结算货币为美元和欧元。若美元、欧元等主要结算货币的汇率出现大幅波动，可能导致公司的大额汇兑损失或毛利率下降，影响公司的盈利能力。
- 4、**短期偿债压力较大。**公司在建的智造园生产基地总投资规模较大，促使公司加大债务融资以投入项目建设，且仍存在一定的短贷长投情况，以致偿债指标表现持续走弱。
- 5、**产能扩张带来的风险。**公司处于产能扩张期，新厂房逐步完工致固定资产大幅增加，需关注折旧计提对盈利的挤压，以及未来若下游需求不及预期对公司产能消化的影响。

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	1111	1616	1978	2368	2705
现金	159	169	260	311	354
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	421	707	829	993	1135
其它应收款	12	32	39	47	54
存货	457	604	720	862	985
其他	63	105	129	155	177
非流动资产	1642	1878	2059	2219	2360
长期股权投资	5	8	8	8	8
固定资产	919	1172	1410	1621	1807
无形资产商誉	466	460	414	372	335
其他	253	239	227	218	210
资产总计	2754	3494	4037	4587	5065
流动负债	970	1639	2021	2395	2669
短期借款	337	456	935	1117	1227
应付账款	495	772	950	1138	1300
预收账款	14	13	16	19	22
其他	124	398	120	120	121
长期负债	477	450	450	450	450
长期借款	219	304	304	304	304
其他	258	146	146	146	146
负债合计	1446	2089	2471	2845	3119
股本	224	224	240	240	240
资本公积金	394	395	379	379	379
留存收益	540	613	741	874	1028
少数股东权益	150	173	206	249	299
归属于母公司所有者权益	1158	1232	1359	1493	1647
负债及权益合计	2754	3494	4037	4587	5065

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	288	126	304	309	384
净利润	61	92	183	224	258
折旧摊销	111	150	196	217	236
财务费用	13	13	15	17	20
投资收益	0	1	0	0	0
营运资金变动	78	(143)	(100)	(162)	(141)
其它	24	12	10	13	11
投资活动现金流	(373)	(412)	(376)	(376)	(376)
资本支出	(369)	(414)	(376)	(376)	(376)
其他投资	(4)	2	0	0	0
筹资活动现金流	122	280	164	118	36
借款变动	80	406	201	182	110
普通股增加	1	0	16	0	0
资本公积增加	12	1	(16)	0	0
股利分配	(22)	0	(22)	(47)	(54)
其他	52	(127)	(15)	(17)	(20)
现金净增加额	37	(6)	91	51	43

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1758	2303	2840	3402	3890
营业成本	1327	1748	2150	2575	2941
营业税金及附加	17	19	24	28	32
营业费用	88	101	125	149	171
管理费用	96	130	153	177	198
研发费用	81	111	135	160	179
财务费用	13	13	15	17	20
资产减值损失	(57)	(75)	(30)	(40)	(50)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	12	15	0	0	0
投资收益	(9)	(10)	0	0	0
营业利润	82	112	209	255	299
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	4	0	0	0
利润总额	81	109	209	256	299
所得税	19	17	26	32	41
少数股东损益	3	21	33	43	50
归属于母公司净利润	59	71	150	181	208

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	31%	23%	20%	14%
营业利润	3%	36%	86%	22%	17%
归母净利润	-17%	21%	110%	20%	15%
获利能力					
毛利率	24.6%	24.1%	24.3%	24.3%	24.4%
净利率	3.3%	3.1%	5.3%	5.3%	5.4%
ROE	5.2%	6.0%	11.6%	12.7%	13.3%
ROIC	4.2%	5.0%	7.3%	7.8%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	59.8%	61.2%	62.0%	61.6%
净负债比率	21.1%	29.7%	30.7%	31.0%	30.2%
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	2.9	3.3	3.2	3.3	3.2
应收账款周转率	4.6	4.1	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	2.8	2.8	2.5	2.5	2.4
每股资料(元)					
EPS	0.25	0.32	0.62	0.75	0.87
每股经营净现金	1.20	0.56	1.27	1.29	1.60
每股净资产	4.82	5.51	5.66	6.22	6.86
每股股利	0.00	0.09	0.20	0.23	0.26
估值比率					
PE	69.4	53.3	27.3	22.6	19.6
PB	3.5	3.1	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	26.3	20.3	12.0	10.3	9.1

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。