

2025 年 09 月 07 日

世昌股份(920022.BJ)

——汽车燃料系统国家级“小巨人”，插混合动力汽车发展打开成长空间

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

投资要点:

- **世昌股份本次发行价格 10.9 元/股，发行市盈率 9.13X，申购日为 2025 年 9 月 9 日。**世昌股份本次发行价格 10.9 元/股，发行市盈率 9.13X，申购日为 2025 年 9 月 9 日。本次公开发行初始发行股份数量 1,570.00 万股，发行后总股本为 5,796.60 万股，本次发行数量占超额配售选择权行使前发行后总股本的 27.08%。公司授予东北证券初始发行规模 15.00% 的超额配售选择权，若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 1,805.50 万股，发行后总股本扩大至 6,032.10 万股，本次发行数量占超额配售选择权全额行使后发行后总股本的 29.93%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 28.85%，老股占可流通股本比例为 9.77%。本次发行战略配售发行数量为 314 万股，有 13 家战略投资者参与公司的战略配售。
- **汽车燃料系统国家级“小巨人”，2021-2024 年归母净利润 CAGR 为 49%。**河北世昌汽车部件股份有限公司是国家级重点汽车燃料系统专业级生产制造商，位列国内民营汽车制造业市场前列。公司主要产品为汽车塑料燃油箱总成，根据整车制造企业的具体车型、技术要求设计、开发满足客户要求的产品，基于新能源汽车的快速发展以及销售占比的提升，除了用于传统燃油汽车的常压塑料燃油箱外，公司将用于插电式混合动力汽车的高压塑料燃油箱作为现阶段的重要市场开拓方向。2022 至 2024 年，公司主要客户包括吉利汽车、奇瑞汽车、中国一汽、长安汽车等国内主流整车制造企业。基于自主研发，公司于 2019 年成功研发满足“国六标准”的塑料燃油箱，是首批推出符合“国六标准”塑料燃油箱并实现批量供货的企业之一，协助吉利汽车、奇瑞汽车等主要客户顺利完成相关车型向“国六标准”的升级切换。2024 年公司实现营收 5.15 亿元、归母净利润 6924 万元 (yoy+33%)。
- **传统燃油车需求稳固公司基本盘，插电式混合动力汽车发展打开成长空间。**塑料燃油箱主要应用于乘用车。根据中国汽车工业协会公布的数据，2022 年至 2024 年我国乘用车产销量连续三年保持增长态势。2013 年我国乘用车产量为 1,808.52 万辆，2024 年我国乘用车产量为 2,747.69 万辆，2013-2024 年年均复合增长率为 3.9%。2013 年我国乘用车销量为 1,792.77 万辆，2024 年我国乘用车销量为 2,756.30 万辆 (yoy+5.76%)，2013-2024 年年均复合增长率为 4.0%。我国乘用车市场的景气度处于较高水平。**从汽车市场产品结构来看，目前传统燃油汽车仍是汽车销量的主要构成部分，占比约为 60%。**受益于行业政策支持与消费需求扩张，近年来，我国新能源汽车市场快速发展。2022 年至 2024 年，我国插电式混合动力乘用车销量占我国新能源汽车的比重分别为 23.13%、30.83%、41.67%，已成为新能源汽车销量增长的重要动力。世昌股份可比公司主要包括亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技。
- **申购建议：建议关注。**公司是国家级重点汽车燃料系统专业级生产制造商，产品涵盖汽车常压、高压燃油箱总成、车用 SCR 尾气处理系统、新能源氢燃料系统关键部件等类别，并获得客户的广泛认可。公司通过了 IATF16949:2016 质量管理体系认证，自主研发的满足“国六标准”的塑料燃油箱协助主要客户顺利完成相关车型升级切换，成功打开新的市场空间。未来，公司有望依托在高压塑料燃油箱领域的技术积累与产能扩张，深度受益于插电式混合动力汽车市场的快速增长。可比公司最新 PE TTM 中值达 35.3X，建议关注。
- **风险提示：下游汽车产业波动风险、传统燃油汽车销量下降风险、客户集中度较高风险。**

内容目录

1. 初始发行 1,570 万股，申购日为 2025 年 9 月 9 日	4
1.1. 发行信息：发行价格 10.9 元/股，发行市盈率 9.13X	4
1.2. 募投：拟募集 1.71 亿元用于扩产 60 万台新能源高压油箱	5
2. 汽车燃料系统国家级“小巨人”，2021-2024 年归母净利润 CAGR49%	6
2.1. 产品：插电式混合动力汽车的高压塑料燃油箱是公司重要市场开拓方向	7
2.2. 模式：客户覆盖国内整车制造企业，吉利汽车、奇瑞汽车为前两大客户	8
2.3. 财务：2024 年营收 5.15 亿元、归母净利润 6924 万元（yoy+33%）	10
3. 传统燃油车需求稳固公司基本盘，插电式混合动力汽车发展打开成长空间	12
3.1. 需求：2024 年我国插混合动力乘用车销量占新能源车销量的比例升至 40% 以上	12
3.2. 可比公司：主要包括亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技等	13
4. 申购建议：建议关注	14
5. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 世昌股份本次发行价格 10.9 元/股	4
图表 2: 战略配售发行数量为 314 万股	4
图表 3: 公司募投项目拟总投资近 1.8 亿元 (单位: 万元)	5
图表 4: 公司主要产品的产能、产量和销量情况	5
图表 5: 世昌股份是国家级重点汽车燃料系统专业级生产制造商	6
图表 6: 高士昌直接持有公司 48.27% 的股份, 为公司控股股东 (2025.8.29 数据)	6
图表 7: 公司主要产品按用途可分常压塑料燃油箱总成、高压塑料燃油箱总成	7
图表 8: 2024 年塑料燃油箱总成营收达 49806 万元 (万元)	8
图表 9: 2024 年塑料燃油箱总成毛利率为 25.70%	8
图表 10: 2024 年吉利汽车、奇瑞汽车等车企是公司前五大客户	8
图表 11: 公司主要核心技术包括塑料燃油箱耐高压技术等	9
图表 12: 2024 年公司营收 5.15 亿元、归母净利润 6924 万元 (yoy+33%)	11
图表 13: 公司产品上下游情况	12
图表 14: 2013-2024 年中国乘用车销量 CAGR 达 4.0%	13
图表 15: 2024 年我国插电式混合动力乘用车销量为 511.34 万辆	13
图表 16: 世昌股份可比公司包含亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技	14
图表 17: 可比公司 PE TTM 中值达 35.3X (2025.9.5 数据)	14

1. 初始发行 1,570 万股，申购日为 2025 年 9 月 9 日

1.1. 发行信息：发行价格 10.9 元/股，发行市盈率 9.13X

世昌股份本次发行价格 10.9 元/股，发行市盈率 9.13X，申购日为 2025 年 9 月 9 日。本次公开发行初始发行股份数量 1,570.00 万股，发行后总股本为 5,796.60 万股，本次发行数量占超额配售选择权行使前发行后总股本的 27.08%。公司授予东北证券初始发行规模 15.00% 的超额配售选择权，若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 1,805.50 万股，发行后总股本扩大至 6,032.10 万股，本次发行数量占超额配售选择权全额行使后发行后总股本的 29.93%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 28.85%，老股占可流通股本比例为 9.77%。

图表 1：世昌股份本次发行价格 10.9 元/股

	股票代码	920022.BJ	所属国民经济行业	汽车制造业
基本信息	股票简称	世昌股份	发行代码	920022
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	10.9
	募集金额(万元)	19,679.95	主承销商	东北证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	1,570.00	占发行后总股本比例	27.08%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购限制	路演日	2025-09-08	申购日	2025-09-09
	申购款退回日	2025-09-11	网上最高申购量(万股)	74.57
基本面信息	2024年总营收(亿元)	5.15	2024年归母净利润(万元)	6,923.95
	2024年毛利率	25.48%	2024年加权ROE%	36.28%
	2024年营收增速	26.79%	2024年归母净利润增速	33.33%
股本信息	发行前总股本(万股)	4,226.60	发行前限售股(万股)	4,056.60
	发行后预计可流通比例	28.85%	老股占可流通股本比例	9.77%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	9.13	发行后2024EPS(元)	1.19

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

本次发行战略配售发行数量为 314 万股，占超额配售选择权行使前本次发行数量的 20.00%。有 13 家战略投资者参与公司的战略配售（包括多家机构投资者和产业背景股东如上海汽车集团金控管理有限公司）。

图表 2：战略配售发行数量为 314 万股

序号	投资者名称	拟认购股份数量 (万股)	拟认购金额 (万元)	锁定期 (月)
1	深圳安鹏创投基金企业 (有限合伙)	55	599.5	12
2	广州金蝉智选投资合伙企业 (有限合伙)	48	523.2	12
3	东北证券股份有限公司	46	501.4	12
4	上海汽车集团金控管理有限公司	37	403.3	12
5	广东广祺柒号股权投资合伙企业 (有限合伙)	37	403.3	12
6	长兴致赋股权投资中心 (有限合伙)	18	196.2	12
7	财通创新投资有限公司	18	196.2	12
8	北京珺洲私募基金管理有限公司-珺洲如意 1 号 私募证券投资基金	18	196.2	12
9	北京乐都私募基金管理有限公司-乐都睿泽价值 私募证券投资基金	13	141.7	12
10	北京泓石天成投资管理合伙企业 (有限合伙)	7	76.3	12
11	共青城易木森股权投资合伙企业 (有限合伙)	7	76.3	12
12	中保投资 (北京) 有限责任公司-中保投北交智选 战略投资私募股权基金	5	54.5	12
13	第一创业证券股份有限公司-第一创业富显 11 号 集合资产管理计划	5	54.5	12
合计		314	3,422.60	-

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投: 拟募集 1.71 亿元用于扩产 60 万台新能源高压油箱

本次募集资金投资项目均紧密围绕公司现有主营业务，符合公司主营业务的发展方向和公司发展战略，包括扩大高压塑料燃油箱产能的“浙江星昌汽车科技有限公司年产 60 万台新能源高压油箱项目（二期）”以及有利于满足业务规模扩张而产生的营运资金需求的“补充流动资金项目”。“浙江星昌汽车科技有限公司年产 60 万台新能源高压油箱项目（二期）”建成后，公司高压塑料燃油箱产能预计进一步增加，有利于公司顺应新能源汽车快速发展趋势，满足插电式混合动力汽车的销量增长所带来的对于高压塑料燃油箱的市场需求，巩固在高压塑料燃油箱方面的先发优势，抢占市场份额，促进公司主营业务的发展，增强可持续发展能力。

图表 3: 公司募投项目拟总投资近 1.8 亿元 (单位: 万元)

正式备案项目名称	总投资金额	拟投入募集资金	备案情况	环评手续	实施主体
浙江星昌汽车科技有限公司年产 60 万台新能源高压油箱项目（二期）	13,966.95	13,117.95	项目代码: 2310-331052-04 -01-211828	台环建备（新）— 2024007	浙江星昌
补充流动资金项目	4,000.00	4,000.00	不适用	不适用	世昌股份
合计	17,966.95	17,117.95	-	-	-

资料来源: 世昌股份招股书、华源证券研究所

2023 年公司产能利用率较 2022 年大幅提高，主要系公司主要客户吉利汽车的博越 L、银河等车型和奇瑞汽车的捷途等车型市场销售情况良好，对于公司生产的配套塑料燃油箱的采购订单增加所致。2024 年，公司产能利用率保持在较高水平。

图表 4: 公司主要产品的产能、产量和销量情况

产品名称	项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度
汽车塑料燃油箱 总成	产能 (万个)	87	97.5	126.67
	产量 (万个)	59.92	90.43	115.11
	销量 (万个)	60.97	86.59	112.33
	销售收入 (万元)	26,871.49	39,236.29	49,805.83
	产能利用率	68.87%	92.74%	90.88%
	产销率	101.76%	95.76%	97.59%
其中: 常压塑料 燃油箱总成	产能 (万个)	87	92.29	114.17
	产量 (万个)	59.92	86.1	103.03
	销量 (万个)	60.97	83.05	100.66
	销售收入 (万元)	26,871.49	37,177.11	43,193.83
	产能利用率	68.87%	93.29%	90.24%
	产销率	101.76%	96.46%	97.70%
高压塑料燃油箱 总成	产能 (万个)	-	5.21	12.5
	产量 (万个)	-	4.33	12.08
	销量 (万个)	-	3.55	11.68
	销售收入 (万元)	-	2,059.18	6,612.00
	产能利用率	-	83.16%	96.64%
	产销率	-	81.85%	96.66%

资料来源: 世昌股份招股书、华源证券研究所

2. 汽车燃料系统国家级“小巨人”，2021-2024年归母净利润 CAGR49%

河北世昌汽车部件股份有限公司（简称：世昌股份）成立于2006年，2022年5月19日挂牌“新三板”，于2020年被河北省工业和信息化厅认定为河北省制造业单项冠军，于2021年被国家工业和信息化部认定为第三批专精特新“小巨人”企业，于2021年被河北省工业和信息化厅认定为河北省专精特新示范企业，于2021年被河北省科学技术厅认定为河北省科技型中小企业。世昌股份建有国家级CNAS实验室、河北省企业技术中心和河北省工业企业研发机构（A级），下设廊坊、宝鸡、台州、福州四个生产基地和扬州新能源研发中心，主要生产汽车常压、高压燃油箱总成（应用于传统汽车和新能源混合动力汽车）、车用SCR尾气处理系统、新能源氢燃料系统关键部件，2022年以来公司已成为吉利汽车、奇瑞汽车、比亚迪、北汽越野、北汽新能源、北汽股份多款新能源车型配套的高压塑料燃油箱定点供应商。

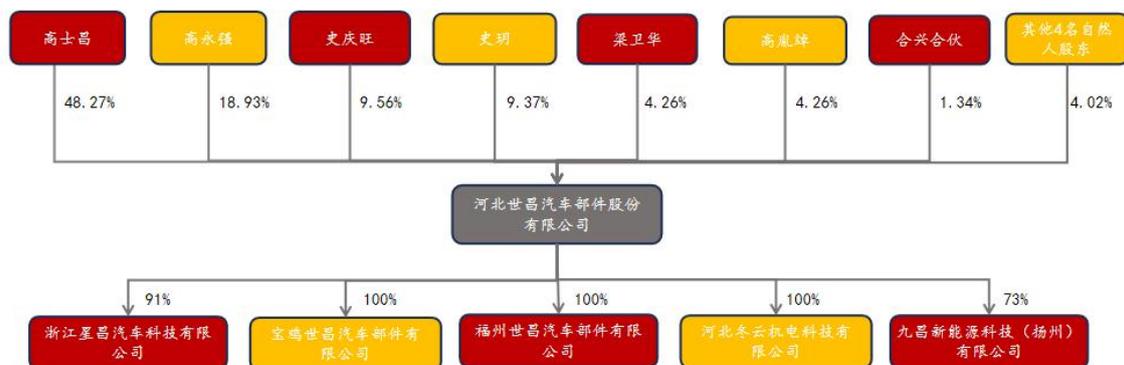
图表5：世昌股份是国家级重点汽车燃料系统专业级生产制造商



资料来源：世昌股份官网、华源证券研究所

截至2025年8月29日，高士昌直接持有公司2,040万股股份，占公司总股本的比例为48.27%，为公司控股股东。高士昌、高永强合计控制公司77.06%的表决权，且高士昌、高永强系父子关系，高士昌担任公司董事长，高永强担任公司董事、副总经理、董事会秘书，为公司共同实际控制人。

图表6：高士昌直接持有公司48.27%的股份，为公司控股股东（2025.8.29数据）

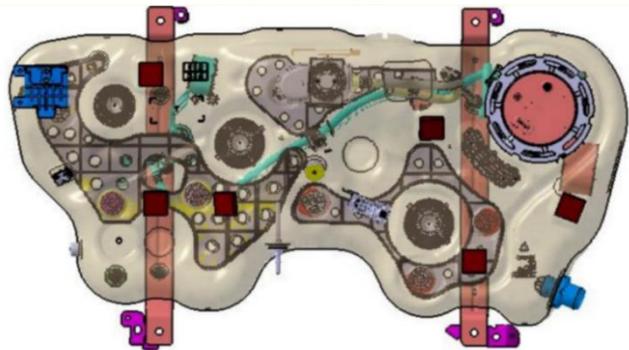


资料来源：世昌股份招股书（注册稿）、华源证券研究所

2.1. 产品: 插电式混合动力汽车的高压塑料燃油箱是公司重要市场开拓方向

公司主要产品为汽车塑料燃油箱总成。燃油箱是汽车上重要的功能和安全部件，负责储存和输出燃油，具有防止燃油回抽、防范漏油、抗冲击、耐腐蚀、耐火烧等特点。按照材料划分，汽车燃油箱主要包括金属燃油箱和塑料燃油箱，随着工程塑料等高分子材料的发展，塑料燃油箱不仅具有金属材料的抗冲击性，而且具有安全性高、重量轻、耐腐蚀、成型方便、能够充分利用车身空间等特点，是燃油箱市场中的主流产品。公司根据整车制造企业的具体车型、技术要求设计、开发满足客户要求的产品，基于新能源汽车的快速发展以及销售占比的提升，除了用于传统燃油汽车的常压塑料燃油箱外，公司将用于插电式混合动力汽车的高压塑料燃油箱作为现阶段的重要市场开拓方向。

图表 7: 公司主要产品按用途可分常压塑料燃油箱总成、高压塑料燃油箱总成

序号	产品类型	产品示意图	产品特点及用途
1	常压塑料燃油箱总成		产品采用 HDPE（高密度聚乙烯）+EVOH（乙烯-乙烯醇共聚物）+LLDPE（低密度聚乙烯）的多层共挤吹塑以及后道工序的热板焊接技术，具有重量轻、可塑性强、安全性高、耐腐蚀等特性，广泛应用于传统燃油车型。
2	高压塑料燃油箱总成		产品采用两片式吹塑成型工艺制造而成，内部增加支撑立柱，提升高压燃油箱的刚性，能够承受 35 至 40kPa 的压力，变形量低于 10mm，有效控制燃油蒸汽外泄，降低了燃油蒸发排放值和行驶过程中产生的噪声，通常用于新能源汽车中的插电式混合动力（含增程式）车型。

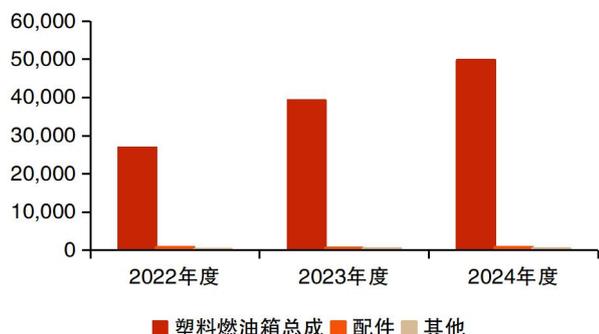
资料来源：世昌股份招股书、华源证券研究所

➤ 根据公司招股书披露口径

收入情况：公司主营业务产品包括塑料燃油箱总成、配件及其他，其他包括技术开发费、非塑料燃油箱产品等，其中塑料燃油箱总成是营业收入的主要来源，占比保持在 90%以上。2022 至 2024 年，塑料燃油箱总成收入金额分别为 26,871.49 万元、39,236.29 万元、49,805.83 万元。

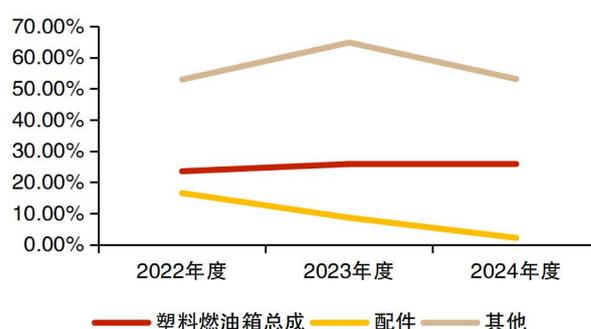
毛利率情况：公司综合毛利率变化主要受塑料燃油箱总成产品毛利率波动影响。2022 至 2024 年，塑料燃油箱总成产品毛利率分别为 23.51%、25.84%、25.70%。

图表 8：2024 年塑料燃油箱总成营收达 49806 万元(万元)



资料来源：世昌股份招股书、华源证券研究所

图表 9：2024 年塑料燃油箱总成毛利率为 25.70%



资料来源：世昌股份招股书、华源证券研究所

2.2. 模式：客户覆盖国内整车制造企业，吉利汽车、奇瑞汽车为前两大客户

公司生产所需的原材料主要包括原料、阀类、管路件、金属件、电器件等，市场供应充足，因此公司主要采用“以产定购”的采购模式。产品系根据客户的要求进行设计、开发，用于配套整车制造企业的对应车型，因此公司采取“以销定产”方式进行生产。公司采用直销模式，主要面向整车制造企业进行销售，由市场部负责进行客户的维护、开发等工作。

2022 至 2024 年，公司主要客户包括吉利汽车、奇瑞汽车、中国一汽、长安汽车等国内主流整车制造企业。宜宾凯翼为 2023 年新增前五大客户，该新增客户的合作背景如下：公司于 2018 年通过协商洽谈及供应商考核进入宜宾凯翼合格供应商名录，2020 年正式开展业务合作并签订框架合同，于 2021 年开始向宜宾凯翼轩度车型供应配套燃油箱，于 2023 年开始向其昆仑车型供应配套燃油箱。2021 至 2023 年，随着双方合作的不断加深，公司对宜宾凯翼的销售金额持续增加，分别为 336.42 万元、683.94 万元和 1,624.63 万元。北汽集团为 2024 年新增前五大客户，2024 年公司对北汽集团实现销售收入 1,472.30 万元，较 2023 年增加 294.26 万元，同比增长 25.72%，主要系 BJ40 车型塑料燃油箱销量增加所致。

图表 10：2024 年吉利汽车、奇瑞汽车等车企是公司前五大客户

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比例	关联关系
2024 年度				
1	吉利汽车	25,973.54	50.45%	否
2	奇瑞汽车	16,693.56	32.42%	否
3	中国一汽	3,619.90	7.03%	否
4	北汽集团	1,472.30	2.86%	否
5	江铃汽车股份有限公司	1,438.21	2.79%	否
	合计	49,197.50	95.56%	-
2023 年度				
1	吉利汽车	17,216.72	42.40%	否
2	奇瑞汽车	10,166.89	25.04%	否
	东南(福建)汽车工业股	1,995.48	4.91%	否

份有限公司					
3	中国一汽	5,329.04	13.12%		否
4	宜宾凯翼汽车有限公司	1,624.63	4.00%		否
5	江铃汽车股份有限公司	1,222.39	3.01%		否
	合计	37,555.16	92.48%		-
2022 年度					
1	吉利汽车	13,481.13	47.89%		否
2	奇瑞汽车	7,471.19	26.54%		否
3	中国一汽	3,131.86	11.12%		否
4	长安汽车	1,340.27	4.76%		否
5	江铃汽车股份有限公司	820.01	2.91%		否
	合计	26,244.47	93.22%		-

资料来源：世昌股份招股书、华源证券研究所

公司成立以来始终专注于塑料燃油箱领域，高度重视研发投入与技术创新，在塑料燃油箱的技术研发、生产、质量控制等方面积累了丰富的经验，通过了 IATF16949:2016 质量管理体系认证。通过自主研发形成了包括塑料燃油箱耐高压技术、两片成型技术以及其工艺等核心技术，并大规模应用于主要产品生产中，产品的技术参数、质量等获得了客户的认可，与主要客户保持了稳定的合作关系，在国内塑料燃油箱生产企业中具有较强的综合竞争力。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已取得专利 202 项，另有多项专利正在申请过程中。

基于自主研发，公司于 2019 年成功研发满足“国六标准”的塑料燃油箱，是首批推出符合“国六标准”塑料燃油箱并实现批量供货的企业之一，协助吉利汽车、奇瑞汽车等主要客户顺利完成相关车型向“国六标准”的升级切换，在塑料燃油箱行业树立了良好的口碑，技术能力获得客户的广泛认可，获得吉利汽车最佳质量奖、吉利汽车本地化优秀供应商奖、奇瑞汽车最佳合作奖、中国一汽研发协作奖、中兴汽车优秀供应商奖等奖项。2024 年 12 月，公司在国际汽车质量标准化协会(IAQSA)举办的 2024 中国汽车工业质量大会上获得“2024 质量表现最佳供应商”奖项，公司生产的塑料高压燃油箱获得“汽车工业巅峰奖 2024 年度最佳技术产品”奖项。

图表 11：公司主要核心技术包括塑料燃油箱耐高压技术等

序号	技术名称	技术特色	技术来源	所处阶段	对应专利技术
1	塑料燃油箱耐高压技术	塑料燃油箱在内部有压力时会有不同程度的变形，通过增加耐压加强结构，降低油箱的变形量，以满足整车的间隙要求。公司塑料燃油箱的爆破压力能够达到 420kPa 以上，最大变形量能够控制在 5mm 以内。	自主研发	大批量生产	塑料燃油箱防变形结构和塑料燃油箱防变形结构放置方法 (ZL202410978105.8)、一种新能源高压油箱加强结构 (ZL202320715484.2)
2	两片成型技术及其工艺	将高温粘稠态的桶状料坯调整为两片状态，紧贴模具型腔，使得塑料燃油箱的加强结构能够顺利放置到位，提升燃油箱的强度。	自主研发	大批量生产	两片式夹持吹塑模具以及吹塑方法 (ZL202211369488.6)、一种取料胚夹具 (ZL202211359551.8)、一种内置件放置夹具 (ZL202211480595.6)、一种燃油箱加工设备及加工工艺 (ZL202411124529.4)
3	吹塑本体提取技术	燃油箱吹塑成型后温度较高，且质地较软容易变形，通过采用本技术及真空吸盘夹具，	自主研发	大批量生产	一种取油箱制品机械手 (ZL202211306359.2)

		可有效降低产品的变形量，保证产品的一致性。			
4	开孔自带卸料技术	将开孔单元进行优化设计，通过涨爪和三棱锥方式将划孔废料 100%带出卸料，防止开孔后的废料残留在油箱内部，提升燃油箱内部的清洁度。	自主研发	大批量生产	一种自带卸料结构的开孔刀具 (ZL202321451383.5)
5	塑料燃油箱降噪技术	通过在油箱内部增加防浪板，降低油箱内部的燃油晃动而产生的噪音，达到低于 40db 的效果。	自主研发	大批量生产	一种降低油液噪声的防浪板 (ZL202320529636.X)、一种新能源塑料燃油箱防浪板结构 (ZL202320715158.1)
6	熔融深度控制方法	利用电子比例尺，控制加热机械手的行程，从而达到控制油箱熔融的深度，熔融区域的深度控制在 0.2 至 1mm，熔融线至粘附层最小距离控制在 0.1mm 确保油箱不焊穿，进而保证焊接强度。	自主研发	大批量生产	一种熔融深度的控制方法 (ZL202110673717.2)
7	燃油箱内部管路固定技术	有效固定燃油箱内部的排气管路，避免晃动产生噪音或磨损。	自主研发	大批量生产	一种塑料燃油箱内部管路或线束固定结构 (ZL202221730462.5)
8	高压燃油箱油气分离技术	油箱阀门连接碳罐，需要防止燃油阀门处流到碳罐中，通过在管路中间设计一款迷宫结构件，当液态燃油流入到其中时迷宫件中设有结构使得燃油回流到油箱内部，从而使得六自由度动态泄漏的量为 0ml，油箱内部压力小于 10Kpa。	自主研发	大批量生产	一种适用于两片式高压油箱的内置油气分离器装置 (ZL202223138005.X)

资料来源：世昌股份招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2024 年营收 5.15 亿元、归母净利润 6924 万元 (yoy+33%)

营收方面：2022 年公司营收下滑，2022-2024 年公司营收持续增长，2023 年营收达 4.06 亿元 (yoy+44.24%)，2024 年实现营收 5.15 亿元 (yoy+26.79%)，主要系吉利汽车博越系列、中国星系列车型和奇瑞汽车捷途系列车型市场销量增长，公司向吉利汽车、奇瑞汽车销售的上述车型塑料燃油箱销量相应增加。此外，公司 2024 年高压塑料燃油箱业务快速发展，随着吉利汽车银河系列、领克 08 插电式混合动力车型市场销量增加，公司 2024 年向吉利汽车销售的配套银河系列、领克 08 车型的高压塑料燃油箱收入较 2023 年大幅增加。

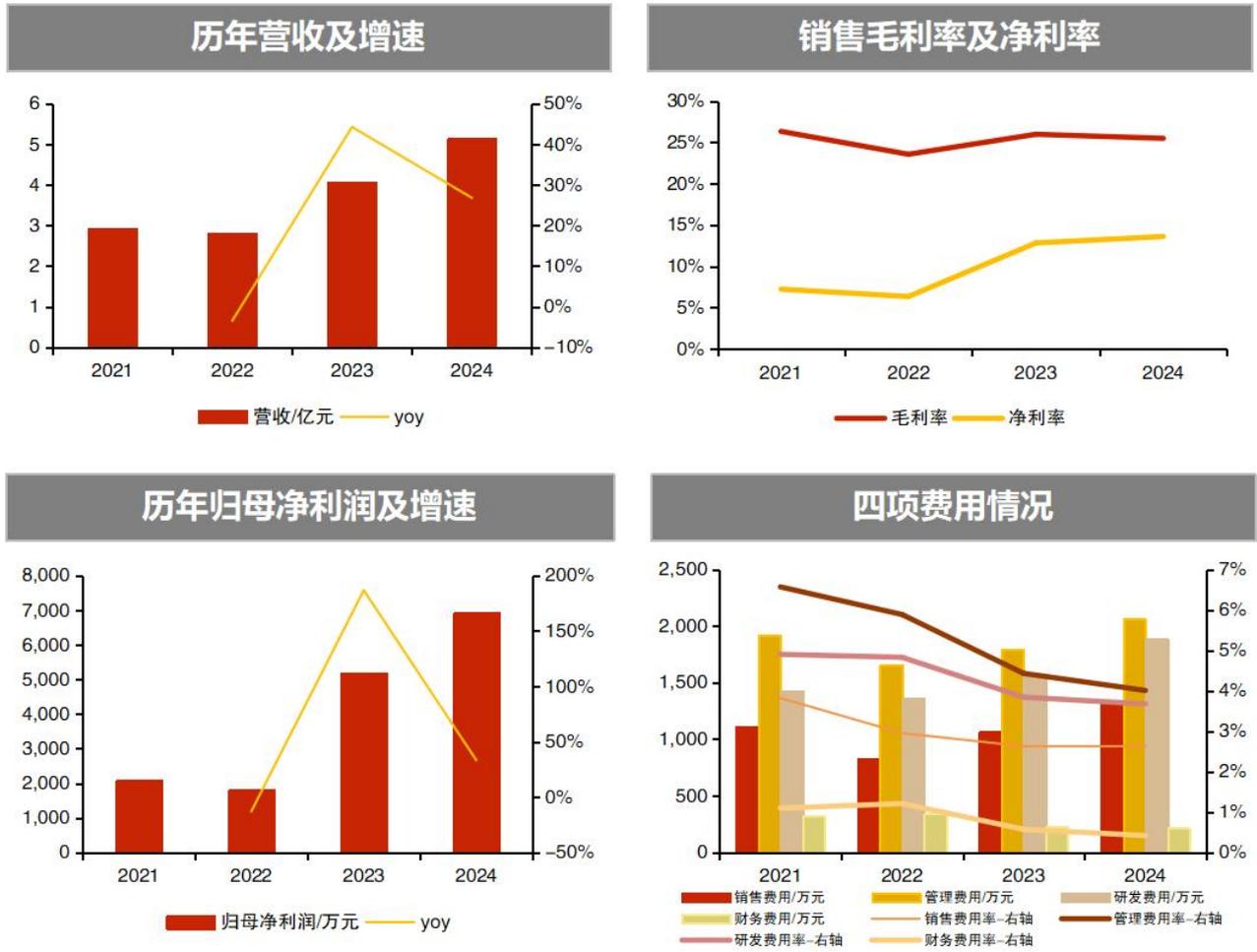
利润方面：公司归母净利润从 2021 年的 2082 万元增长至 2024 年的 6924 万元 (yoy+33.33%)，2021-2024 年年均复合增长率为 49%。

盈利能力方面：2022 年因主要原材料价格上涨，毛利率和净利率小幅下降；2023-2024 毛利率分别回升至 25.97%和 25.48%，净利率分别回升至 12.80%和 13.59%。

成本管控方面：2021-2024 年期间费用率分别为 16.36%、14.85%、11.44%、10.68%，基本稳定在 13%左右波动。

2025H1 公司实现营收 2.67 亿元 (yoy+16%)、归母净利润 2914 万元 (yoy+4%)，继续保持增长趋势。

图表 12: 2024 年公司营收 5.15 亿元、归母净利润 6924 万元 (yoy+33%)



资料来源: iFind、华源证券研究所

3. 传统燃油车需求稳固公司基本盘，插电式混合动力汽车发展打开成长空间

参考公司招股书信息，作为我国经济支柱性产业之一，汽车产业对提振内需消费、稳定工业和经济发展具有重要作用，一直以来受到相关政策的支持，汽车零部件作为汽车产业的支持性和配套上游行业，与汽车产业的发展具有紧密联系。此外，汽车零部件及配件制造业上游为原材料，包括高密度聚乙烯、阻隔层、粘合剂、阀类、管路件、金属件、电器等，通过加工工艺，将原材料制造成各类汽车零部件及配件，主要为常压塑料燃油箱和高压塑料燃油箱。

图表 13：公司产品上下游情况



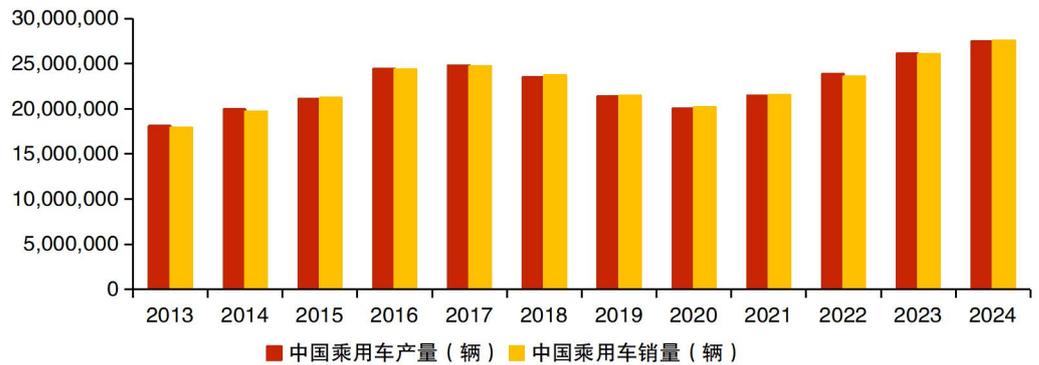
资料来源：世昌股份招股书、华源证券研究所

根据全球主要的燃油箱生产企业英瑞杰的统计,2011 年全球 70%的车辆装配了塑料燃油系统，塑料油箱在欧洲和北美的使用率高达 80%–90%（《汽车与配件》，2012–23）。随着塑料燃油箱技术的发展以及生产成本的降低，塑料燃油箱逐步取代了传统金属燃油箱的市场地位,我国除商用车仍以金属燃油箱为主外,乘用车市场 80%以上都采用了塑料燃油箱(《汽车塑料燃油箱主要特点及阻渗技术研究》，《北京汽车》2021.No.4)。

3.1. 需求：2024 年我国插混动力乘用车销量占新能源车销量的比例升至 40%以上

塑料燃油箱主要应用于乘用车，乘用车作为当下家庭为满足日常出行和提升生活质量的主要耐用消费品之一，是我国汽车市场的主要组成部分。**根据中国汽车工业协会公布的数据，2022 年至 2024 年我国乘用车产销量连续三年保持增长态势。**2013 年我国乘用车产量为 1,808.52 万辆，2024 年我国乘用车产量为 2,747.69 万辆，2013–2024 年年均复合增长率为 3.9%。2013 年我国乘用车销量为 1,792.77 万辆，2024 年我国乘用车销量为 2,756.30 万辆（yoy+5.76%），2013–2024 年年均复合增长率为 4.0%。我国乘用车市场的景气度处于较高水平。

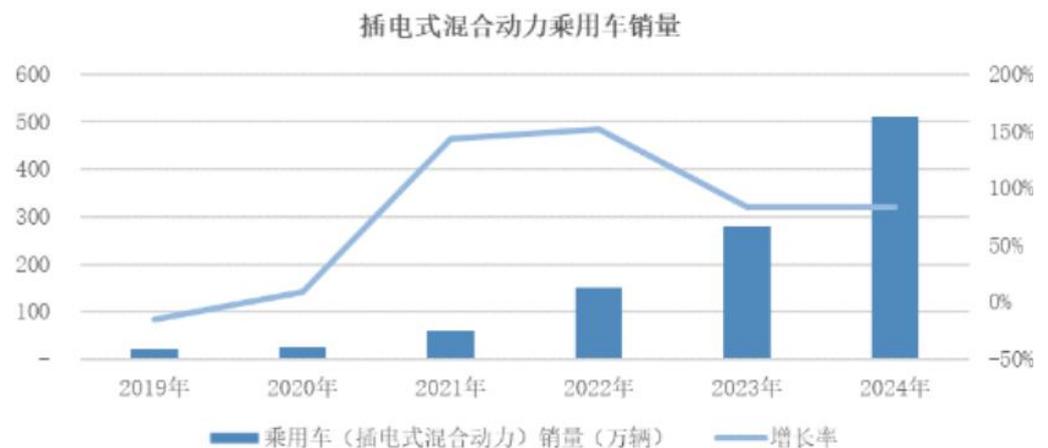
图表 14：2013-2024 年中国乘用车销量 CAGR 达 4.0%



资料来源：中汽协、iFinD、世昌股份招股书、华源证券研究所

从汽车市场产品结构来看，目前传统燃油汽车仍是汽车销量的主要构成部分，占比约为 60%。根据公司招股书数据，2022 年至 2024 年，我国传统燃油汽车销量分别为 1,997.74 万辆、2,059.88 万辆、1,857.10 万辆，市场规模充足。受益于行业政策支持与消费需求扩张，近年来，我国新能源汽车市场快速发展。根据中汽协、Wind 数据，2022 年至 2024 年，我国插电式混合动力乘用车销量分别为 151.48 万辆、278.95 万辆、511.34 万辆，销量保持高速增长；同时占新能源乘用车的比重分别为 23.13%、30.83%、41.67%，已成为新能源汽车销量增长的重要动力。

图表 15：2024 年我国插电式混合动力乘用车销量为 511.34 万辆



资料来源：中汽协、Wind、华源证券研究所

3.2. 可比公司：主要包括亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技等

世昌股份可比公司主要包括亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技。其中，亚普股份主要从事储能系统产品、热管理系统产品的研发、制造、销售和服务，客户为全球知名汽车厂，产品直销给客户。川环科技主要从事传统燃油汽车、新能源汽车、摩托车用橡塑软管及总成的研发、设计、制造和销售，采用直销模式，按销售区域不同分为国内销售和国外销售，以国内销售为主。骏创科技主要向汽车零部件厂商和汽车制造商提供汽车塑料零部件、

金属零部件及模具等产品，以直销的模式向客户提供产品。**三祥科技**主要从事车用胶管及其总成的研发、生产和销售，其客户可分为面向主机配套市场和面向售后市场的客户。对于主机配套市场，该公司采取直销的模式；对于售后市场，该公司有经销商和零售商两种渠道。

图表 16：世昌股份可比公司包含亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技

公司名称	主营产品	产品主要材料	应用领域	主要客户
亚普股份 (603013.SH)	汽车燃油箱	高密度聚乙烯	汽车	汽车整车制造企业
川环科技 (300547.SZ)	汽车燃油系统胶管及总成与冷却系统胶管及总成等	橡胶	汽车、摩托车	汽车整车制造企业及零部件生产企业、摩托车制造企业
骏创科技 (833533.BJ)	汽车塑料零部件、模具及金属零部件	塑料粒子	汽车	汽车整车制造企业及零部件生产企业
三祥科技 (831195.BJ)	车用胶管及其总成	橡胶、金属、炭黑	汽车	汽车整车制造企业与汽配零售商

资料来源：世昌股份招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

公司是国家级重点汽车燃料系统专业级生产制造商，产品涵盖汽车常压、高压燃油箱总成、车用 SCR 尾气处理系统、新能源氢燃料系统关键部件等类别，并获得客户的广泛认可。公司通过了 IATF16949:2016 质量管理体系认证，自主研发的满足“国六标准”的塑料燃油箱协助主要客户顺利完成相关车型升级切换，成功打开新的市场空间。未来，公司有望依托在高压塑料燃油箱领域的技术积累与产能扩张，深度受益于插电式混合动力汽车市场的快速增长。可比公司最新 PE TTM 中值达 35.3X，建议关注。

图表 17：可比公司 PE TTM 中值达 35.3X (2025.9.5 数据)

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元	2024 年毛利率	2024 年净利率
亚普股份	603013.SH	126.25	23.8	80.76	50,009.78	15.32%	6.69%
川环科技	300547.SZ	93.27	45.9	13.63	20,273.16	24.60%	14.87%
骏创科技	833533.BJ	48.46	170.6	7.55	5,115.61	22.70%	6.18%
三祥科技	831195.BJ	20.43	24.6	9.66	6,444.99	34.02%	6.92%
	均值	72.10	66.24				
	中值	70.86	35.29				
世昌股份	873702.BJ	-	-	5.15	6,923.95	25.48%	13.59%

资料来源：Wind、华源证券研究所

5. 风险提示

下游汽车产业波动风险：公司主要产品为汽车塑料燃油箱总成，属于汽车产业的支持性和配套上游行业，订单需求及经营业绩与汽车产业的整体发展状况、景气程度密切相关，而汽车产业作为国家经济的支柱性产业之一，产销量很大程度上受到宏观经济波动的影响。当宏观经济处于增长放缓或下行阶段时，居民消费和购买力下降，汽车消费需求减少，汽车产业发展也随之放缓，导致对于汽车零部件的需求减少。因此，若未来宏观经济下行，可能导致汽车及汽车零部件行业景气度下降，进而对公司的经营产生不利影响。

传统燃油汽车销量下降风险：由于近年来以纯电动汽车、插电式混合动力汽车为代表的新能源汽车销量的快速增长，我国传统燃油汽车的销量占比有所下降，根据中国汽车工业协会统计数据，2022年、2023年、2024年，我国传统燃油汽车销量分别为1,997.74万辆、2,059.88万辆、1,857.10万辆，占我国汽车销量的比例分别为74.36%、68.45%、59.08%。公司营业收入主要来源于常压塑料燃油箱，若未来传统燃油汽车的市场需求量持续大幅下降，公司常压汽车塑料燃油箱市场需求存在大幅下降的风险，如高压塑料燃油箱收入未相应实现快速增长，将对公司经营业绩产生较大不利影响。

客户集中度较高风险：2022年度、2023年度、2024年度公司前五大客户销售收入占营业收入的比重分别为93.22%、92.48%、95.56%，客户集中度较高，其中吉利汽车为公司第一大客户。如果未来公司主要客户因终端消费市场的重大不利变化而产生较大的经营风险或缩减与公司的合作规模，可能导致公司销量减少或应收账款未能及时收回，对公司生产经营业绩造成不利影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。