

世昌股份 (920022.BJ)

2025 年 12 月 04 日

投资评级：增持（首次）

| | |
|--------------|-------------|
| 日期 | 2025/12/3 |
| 当前股价(元) | 29.21 |
| 一年最高最低(元) | 49.44/29.08 |
| 总市值(亿元) | 17.62 |
| 流通市值(亿元) | 4.85 |
| 总股本(亿股) | 0.60 |
| 流通股本(亿股) | 0.17 |
| 近 3 个月换手率(%) | 629.34 |

北交所研究团队

高压燃油箱乘新能源东风扩容，子公司布局氢能把握新增量赛道

——北交所首次覆盖报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● **汽车燃油箱总成“小巨人”，高压塑料燃油箱+氢能业务布局打开增长新看点**

公司主要产品为汽车塑料燃油箱总成，主要产品具有轻量化、低排放、抗静电、低噪音、安全性高等特点，主要客户包括吉利汽车、奇瑞汽车、中国一汽等国内主流整车制造企业。2024 年吉利汽车带来的营收占营业总收入的 50.45%。公司于 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。募投项目将进一步增加公司高压塑料燃油箱产能，有利于公司顺应新能源汽车发展趋势，巩固在高压燃油箱方面的先发优势。同时，公司通过子公司九昌新能源重点布局氢能业务，有望打开第二增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.73/0.87/0.93 亿元，对应 EPS 分别为 1.22/1.44/1.54 元/股，对应 PE 为 24.0/20.3/19.0X，首次覆盖，给予“增持”评级。

● **混合动力汽车推动高压燃油箱需求增长，“国七”标准升级打开市场空间**

目前传统燃油汽车仍是汽车销量的主要组成部分，新能源汽车市场持续快速增长，混动车型成为重要增长动力。根据中国汽车工业协会统计数据，2022-2024 年度插电式混合动力乘用车销量年复合增长率为 84.01%，发展趋势良好。塑料燃油箱主要应用于乘用车，2024 年我国乘用车销量为 2,756.30 万辆，同比增长 5.76%，我国乘用车市场的景气度处于较高水平。塑料燃油箱在多项指标上具备优势，成为燃油箱市场中的主流产品。其中，常压燃油箱市场空间充足，混合动力汽车推动高压燃油箱需求增长。随着国七排放标准持续升级，燃油箱技术要求逐步收紧，公司高压燃油箱产品有望充分承接政策红利，进一步打开市场空间。

● **子公司九昌新能源布局氢能产业，氢燃料电池系统预计未来高增长**

九昌新能源的氢能产品包括电导率仪传感器、氢浓度传感器、多功能膨胀水箱、去离子过滤器等，客户覆盖亿华通、重塑科技等众多知名企业，可满足氢燃料电池汽车热管理系统、储氢供氢系统等多场景需求。未来氢燃料电池行业预计快速增长，根据弗若斯特沙利文预计，2023-2028 年重卡搭载氢燃料电池系统的市场规模 CAGR 达 72.9%。

● **风险提示：**新业务拓展风险、客户集中度较高风险、毛利率下滑风险

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 406 | 515 | 654 | 774 | 866 |
| YOY(%) | 44.2 | 26.8 | 27.1 | 18.3 | 11.8 |
| 归母净利润(百万元) | 52 | 69 | 73 | 87 | 93 |
| YOY(%) | 186.7 | 33.3 | 6.0 | 18.1 | 7.0 |
| 毛利率(%) | 26.0 | 25.5 | 24.2 | 23.5 | 22.6 |
| 净利率(%) | 12.8 | 13.4 | 11.2 | 11.2 | 10.7 |
| ROE(%) | 31.5 | 31.4 | 14.9 | 14.9 | 13.8 |
| EPS(摊薄/元) | 0.86 | 1.15 | 1.22 | 1.44 | 1.54 |
| P/E(倍) | 33.9 | 25.4 | 24.0 | 20.3 | 19.0 |
| P/B(倍) | 10.7 | 8.0 | 3.6 | 3.0 | 2.6 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|---|----|
| 1、 看点：高压燃油箱适配插混，氢能产业打造新增长引擎..... | 4 |
| 1.1、 看点一：竞争格局稳定，公司份额随国产车企品牌发展有望提升 | 4 |
| 1.2、 看点二：高压燃油箱市场空间良好，募投巩固公司该领域先发优势 | 8 |
| 1.2.1、 插电式混合动力汽车销量增长，高压塑料燃油箱市场空间充足 | 8 |
| 1.2.2、 公司高压燃油箱市占率上升，募投项目预计形成 35 万台/年高压燃油箱产能 | 9 |
| 1.3、 看点三：布局氢能产业，氢燃料电池行业预计快速增长..... | 10 |
| 1.3.1、 九昌新能源重点布局氢能产业..... | 10 |
| 1.3.2、 预计 2023-2028 年重卡搭载的氢燃料电池系统的市场规模 CAGR 达 72.9% | 12 |
| 1.4、 看点：“两片成型技术”等 8 项自主研发核心技术打造创新优势..... | 15 |
| 2、 行业：塑料燃油箱成主流，混动汽车助高压油箱需求增长..... | 18 |
| 2.1、 汽车行业发展概况：新能源汽车成为新的增长点..... | 18 |
| 2.2、 塑料燃油箱在多项指标上具备优势，成为燃油箱市场中的主流产品 | 22 |
| 2.3、 2024 年中国乘用车销量同比增长 5.76%，塑料燃油箱市场空间充足..... | 22 |
| 2.4、 常压燃油箱市场空间充足，混合动力汽车推动高压燃油箱需求增长 | 24 |
| 2.5、 “国七”标准提上日程，燃油箱测试增加新内容..... | 25 |
| 3、 产品：燃油箱总成“小巨人”，2024 年营收归母双增长..... | 27 |
| 3.1、 财务：2024 年营收归母双增，2025Q1-3 营收同比上升 24.98% | 28 |
| 4、 估值对比：可比公司 PE TTM 均值 52.52X..... | 31 |
| 5、 风险提示 | 32 |
| 附：财务预测摘要 | 33 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 公司主要面向整车制造企业进行销售..... | 4 |
| 图 2： 2025H1 亚普股份邮箱收入占比为 94.27% | 6 |
| 图 3： 2025H1 公司塑料燃油箱总成收入占比为 95.50% | 6 |
| 图 4： 2024 年度亚普股份国外收入占比为 37.53% | 7 |
| 图 5： 2024 年公司中国大陆地区收入占比为 99.28% | 7 |
| 图 6： 九昌新能源的氢能产品包括电导率仪传感器、氢浓度传感器、多功能膨胀水箱和去离子过滤器等 | 11 |
| 图 7： 燃料电池热管理水循环系统 | 12 |
| 图 8： 去离子器结构 | 12 |
| 图 9： 氢能在能源领域得到越来越多的关注和应用..... | 12 |
| 图 10： 预计全球氢燃料电池市场将于 2028 年达到 1,168 亿美元（亿美元） | 13 |
| 图 11： 预计中国氢燃料电池行业市场规模将于 2028 年达到 498 亿元（亿元） | 14 |
| 图 12： 预计 2028 年重卡搭载的氢燃料电池系统的市场规模为 289 亿元（亿元） | 14 |
| 图 13： 公司亮相河北广播电视台报道 | 16 |
| 图 14： 2023 年全球汽车销量 9,272.47 万辆，同比增长 11.89%..... | 18 |
| 图 15： 全球汽车行业的生产重心正逐渐向以中国、印度为代表的新兴市场转移 | 19 |
| 图 16： 2024 年乘用车产销同比增速分别为 5.18%和 5.76%，维持较高增速水平 | 20 |
| 图 17： 新能源汽车在汽车中的产销占比呈稳定增长趋势..... | 21 |
| 图 18： 2024 年我国乘用车销量为 2,756.30 万辆，同比增长 5.76% | 23 |
| 图 19： 2024 年我国乘用车出口 495.51 万辆，同比增长 19.68% | 24 |

| | |
|---|----|
| 图 20: 2022 年至 2024 年, 我国插电式混合动力乘用车销量保持高速增长 | 25 |
| 图 21: 会议以“赋能、绿色、监控”为年度主题设置多场专题研讨环节 | 26 |
| 图 22: 常压塑料燃油箱总成具有重量轻、可塑性强、安全性高、耐腐蚀等特性 | 27 |
| 图 23: 高压塑料燃油箱总成用于新能源汽车中的插电式混合动力(含增程式)车型 | 28 |
| 图 24: 公司塑料燃油箱总成占比保持在 90% 以上(万元) | 28 |
| 图 25: 2022-2024 年度, 公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.47%、99.31% 和 99.28% (万元) | 28 |
| 图 26: 2025Q1-3 公司营业收入同比上升 24.98% | 29 |
| 图 27: 2025Q1-3 公司实现归母净利润 5,090 万元 | 29 |
| 图 28: 公司综合毛利率基本平稳, 毛利率受原材料和产品结构及年降影响(%) | 30 |
| | |
| 表 1: 选择亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技作为同行业可比公司 | 4 |
| 表 2: 吉利汽车为公司的主要收入来源之一 | 7 |
| 表 3: 2024 年公司塑料燃油箱产品在乘用车市场占有率为 5.51% (万个、万辆) | 8 |
| 表 4: 2024 年度公司高压塑料燃油箱总成的产能为 12.50 万个 | 9 |
| 表 5: 募集资金投资项目紧密围绕公司现有主营业务 | 10 |
| 表 6: 预计 2023-2028 年全球氢燃料电池行业的市场规模 CAGR 为 81.1% | 13 |
| 表 7: 预计 2023-2028 年中国氢燃料电池行业的市场规模 CAGR 为 66.20% | 13 |
| 表 8: 部分省份氢能车免费政策汇总 | 14 |
| 表 9: 2021 年公司被认定为第三批专精特新“小巨人”企业 | 15 |
| 表 10: 公司的核心技术均为自主研发 | 16 |
| 表 11: 塑料燃油箱具有轻量化、抗腐蚀性高等优点 | 22 |
| 表 12: 公司主营业务毛利率变化主要受塑料燃油箱总成产品毛利率波动影响 | 30 |
| 表 13: 公司主要产品塑料燃油箱总成平均单价及变动情况(元) | 30 |
| 表 14: 世昌股份营收拆分(百万元) | 31 |
| 表 15: 可比公司 PE TTM 均值为 52.52X | 32 |

1、看点：高压燃油箱适配插混，氢能产业打造新增长引擎

世昌股份主营业务为汽车燃料系统的研发、生产和销售，主要产品为汽车塑料燃油箱总成。公司主要面向整车制造企业进行销售，主要产品具有轻量化、低排放、抗静电、低噪音、安全性高等特点，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。

世昌股份是高新技术企业，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。

图1：公司主要面向整车制造企业进行销售



资料来源：公司官网

1.1、看点一：竞争格局稳定，公司份额随国产车企品牌发展有望提升

基于公司所处行业类别，并结合主营业务产品类型、应用领域、客户群体等因素，公司在上市企业中选择亚普股份（603013.SH）、川环科技（300547.SZ）、骏创科技（833533.BJ）、三祥科技（831195.BJ）作为同行业可比公司进行比较分析。

其中亚普股份主营产品为汽车燃油箱，与世昌股份主营产品最为相近。亚普股份是国内较早聚焦于储能系统产品研发、生产的企业。在汽车燃油系统领域，亚普股份位居国内市场第一，全球市场第三。

表1：选择亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技作为同行业可比公司

| 公司名称 | 主营产品 | 产品主要材料 | 应用领域 | 客户资源 | 市场地位 | 技术情况 |
|------|-------|--------|------|--|---|--|
| 亚普股份 | 汽车燃油箱 | 高密度聚乙烯 | 汽车 | 公司主要客户包括大众、奥迪、通用、奔驰、日产、丰田等国际汽车厂和比亚迪、一汽、长城、长安、上汽、吉利等国内汽车厂以及蔚来、零跑、金康新能源、合众等创新汽车新势力 | 公司是国内较早聚焦于储能系统产品研发、生产的企业。在汽车燃油系统领域，公司位居国内市场第一，全球市场第三。 | 亚普股份在产品设计、工艺研究、实验手段、过程模拟、材料分析、信息化系统等领域，处于同行业先进水平，在汽车塑料油箱研发领域取得了丰富的成果。截至 2024 年末，亚普股份已取得专利超过 300 项，其中发明专利超百项。 |

| 公司名称 | 主营产品 | 产品主要材料 | 应用领域 | 客户资源 | 市场地位 | 技术情况 |
|------|------------------------|----------|--------|--|--|---|
| 川环科技 | 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 | 公司拥有 50 多家汽车主机厂、50 多家摩托车厂以及上百家二次配套厂商的客户群体。公司与一汽大众、上汽大众比亚迪、长安、吉利、长城、广汽、长安福特、长安马自达、上汽通用五菱、东风、奇瑞、江淮、北汽 等整车制造厂，以及比亚迪（王朝系列、海洋系列等）、广汽埃安（AION 系列等）、五菱（Mini EV 等）、合众（哪吒等）、北汽新能源（极狐等）、长安新能源（深蓝、阿维塔等）、金康赛力斯（问界 M 系列等）、吉利新能源（领克、极氪等）、东风新能源（岚图等）、理想智造等新能源汽车厂家建立了长期稳定的合作关系。 | 公司作为车用胶管行业的主流供应商，具有较强的品牌影响力，已连续 10 多年获得“中国胶管十强企业”。 | 川环科技在材料配方、结构设计、复合技术、先进工艺、试验检测等方面具有较扎实的研究开发基础，完全具备与 OEM 同步设计和开发的能力。截至 2024 年末，川环科技已获得专利 149 项，其中发明专利 18 项。 |
| 骏创科技 | 汽车塑料零部件、模具及金属零部件 | 塑料粒子 | 汽车 | 公司主要客户包括斯凯孚、安通林、T 公司、广达集团、和硕联合等知名厂商。 | 公司获得多家全球领先汽车制造商及零部件配套企业的认可，并与其形成长期稳定的合作关系，产品被应用于 T 公司、福特、捷豹路虎、日产、丰田、通用、大众等全球领先的品牌汽车制造。 | 骏创科技已形成集产品同步设计、工艺制程开发、模具研发制造、精密注塑成型、金属部件加工、系统部件装配集成于一体的综合制造与服务能力。截至 2024 年末，骏创科技已获得授权专利 77 项，其中发明专利 22 项。 |
| 三祥科技 | 车用胶管及其总成 | 橡胶、金属、炭黑 | 汽车 | 公司与美国通用汽车、上汽通用、吉利汽车、长安汽车、比亚迪、东风日产等优质主机厂建立了稳固的合作关系，并成为国际新能源整车厂 T 集团、蔚来汽车、小鹏汽车等造车新势力的供应商，同时，也与大型汽配零售商等售后企业保持紧密的合作。 | 公司产品广受客户认可，具有较高的市场竞争能力。公司与国内、外知名的主机厂和优秀的汽车零部件制造企业建立了稳定的合作关系，具有较高的细分行业知名度。 | 三祥科技在汽车胶管领域具有技术优势，具备与国际先进同行竞争的能力，截至 2024 年末，三祥科技拥有专利 140 项，其中发明专利 29 项。 |
| 世昌股份 | 汽车塑料燃油箱总成 | 高密度聚乙烯 | 汽车 | 公司主要客户包括吉利汽车、奇瑞汽车、一汽、长安汽车等国内主流整车制造企业，并已成为比亚迪汽车的定点供应商。 | 公司是国内首批推出符合“国六标准”塑料燃油箱并实现批量供货的企业之一，也是首批能够批量生产高压塑料燃油箱的国内企业之一，产品获得国内主流整车制造企业的认可，在国内汽车塑料燃油箱生产 | 公司具备较强的研发创新能力，在塑料燃油箱生产方面形成了多项核心技术并应用于生产，于 2023 年即实现高压塑料燃油箱的批量化生产和销售，成为首批能够批量生产高压塑料燃油箱的国内企业之一。截至 2024 年末，公司已获得 202 项技术专利，其 |

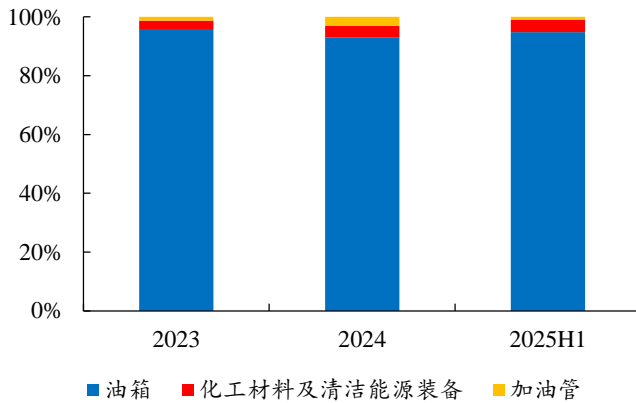
| 公司名称 | 主营产品 | 产品主要材料 | 应用领域 | 客户资源 | 市场地位 | 技术情况 |
|------|------|--------|------|------|------|------|
|------|------|--------|------|------|------|------|

企业中居于前列地位。中发明专利 13 项。

资料来源：同行业可比公司招股说明书、同行业可比公司定期报告、公司招股说明书、开源证券研究所

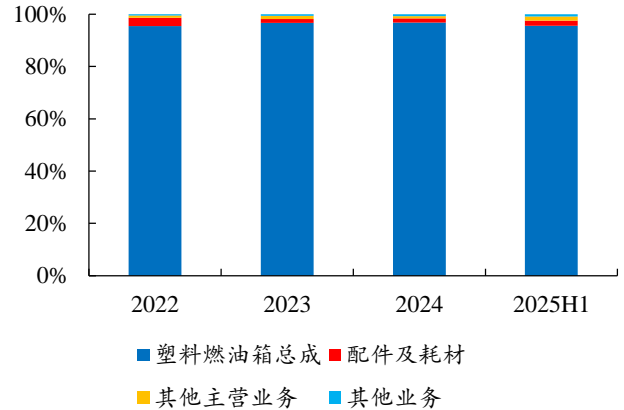
上述同行业可比公司中，亚普股份主营产品为油箱，产品结构与公司较为类似。2025H1，公司塑料燃油箱总成收入占比为 95.50%，亚普股份油箱收入占比为 94.27%。

图2：2025H1 亚普股份邮箱收入占比为 94.27%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025H1 公司塑料燃油箱总成收入占比为 95.50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

目前，我国汽车塑料燃油箱市场已形成以亚普股份为龙头、其他厂商“多强并列”的竞争格局。除亚普股份外，行业内主要厂商包括邦迪管路、英瑞杰、考泰斯、八千代等外资企业，以及世昌股份、芜湖顺荣等内资企业。亚普股份、邦迪管路、英瑞杰、考泰斯、八千代等企业凭借先进技术、设备和强大的研发能力以及长期积累的合作关系，主要为大型合资乘用车制造企业提供配套塑料燃油箱产品。伴随着我国自主品牌整车制造企业的发展，以世昌股份、芜湖顺荣为主要代表的内资塑料燃油箱生产厂商把握市场机遇，通过技术积累与规模提升，充分利用本土化优势，主要为自主品牌整车制造企业提供塑料燃油箱配套服务。

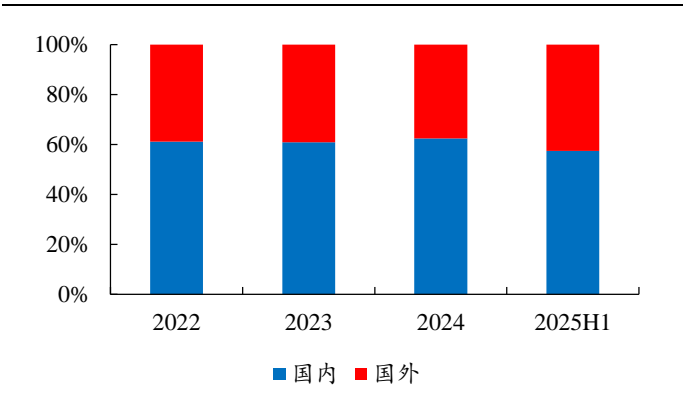
在常压塑料燃油箱领域，经过长期的发展和市场竞争，以亚普股份为龙头、其他厂商“多强并列”的竞争格局基本稳定。

高压塑料燃油箱作为新产品，受制于技术积累与研发能力的限制，除亚普股份与部分外资企业外，具备高压燃油箱的技术研发与批量生产能力的内资企业数量较少，细分市场规模尚处于发展初期，国内高压塑料燃油箱市场参与企业较少，除公司外，主要为亚普股份、芜湖顺荣、邦迪管路、英瑞杰、考泰斯。凭借技术研发优势，公司于2023年即实现高压塑料燃油箱的批量化生产和销售，成为首批能够批量生产高压塑料燃油箱的国内企业之一，2022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。

亚普股份主要客户包括大众、奥迪、通用、斯泰兰蒂斯、福特、奔驰、日产、丰田、奇瑞、长安、上汽等 60 多家客户品牌，其中多数为中外合资品牌。2024 年度，亚普股份海外收入占比为 37.53%。

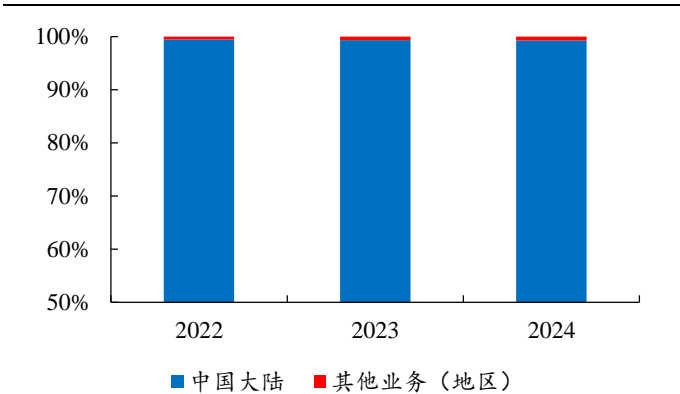
公司客户则主要为自主品牌整车制造企业。2024 年，公司中国大陆地区收入占比为 99.28%。

图4：2024 年度亚普股份国外收入占比为 37.53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年公司中国大陆地区收入占比为 99.28%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年，吉利汽车带来的营收占营业总收入的 50.45%，为公司的主要收入来源之一。

表2：吉利汽车为公司的主要收入来源之一

| 年份 | 单位名称(客户) | 销售金额（万元） | 占营业收入比(%) |
|--------|-----------------------|----------|-----------|
| 2024 年 | 吉利汽车 | 25973.54 | 50.45 |
| | 奇瑞汽车 | 16693.56 | 32.43 |
| | 中国一汽 | 3619.90 | 7.03 |
| | 北汽集团 | 1472.30 | 2.86 |
| | 江铃汽车股份有限公司 | 1438.21 | 2.79 |
| | 合计 | 49197.50 | 95.56 |
| 2023 年 | 吉利汽车 | 17216.72 | 42.4 |
| | 奇瑞汽车及东南(福建)汽车工业股份有限公司 | 12162.38 | 29.95 |
| | 中国一汽 | 5329.04 | 13.12 |
| | 宜宾凯翼汽车有限公司 | 1624.63 | 4.00 |
| | 江铃汽车股份有限公司 | 1222.39 | 3.01 |
| | 合计 | 37555.16 | 92.48 |
| 2022 年 | 吉利汽车 | 13481.13 | 47.89 |
| | 奇瑞汽车 | 7471.19 | 26.54 |
| | 中国一汽 | 3131.86 | 11.12 |
| | 长安汽车 | 1340.27 | 4.76 |
| | 宜宾凯翼汽车有限公司 | 820.01 | 2.91 |
| | 合计 | 26244.47 | 93.22 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

吉利汽车为知名的整车制造企业，公司于 2016 年开始向吉利汽车供应塑料燃油箱，并与吉利汽车保持稳定持续的合作关系。结合新能源汽车市场的快速发展，根据吉利汽车在插电式混合汽车领域的布局、发展规划以及进一步优化、稳定供应链的需要，吉利汽车与公司于 2022 年进行协商，并确定合作意向，利用各自优势在燃油箱业务领域建立全面的、深度的战略合作关系，合资成立一家有限责任公司，从

事汽车高压、常压燃油箱等产品的研发、生产制造和销售等领域业务，合作目的为通过合资公司，以汽车产业转型升级为支点，推动高压燃油箱系统技术的产业化，开发优质廉价的油箱类产品，为整车客户提供更有竞争力的产品。

2022 年 8 月，浙江吉创产业发展有限公司与公司签订《合资经营合同》，2022 年 11 月 16 日，浙江星昌正式成立。

综上，公司下游客户主要为国产车企厂商，亚普股份则主要为中外合资车企厂商，随着自主品牌增长，公司市场份额将自然提升，市场竞争格局良好。

公司塑料燃油箱产品主要应用于乘用车，经公司测算，2022-2024 年公司塑料燃油箱产品在乘用车市场占有率逐年提升，2024 年占有率为 5.51%。

表3：2024 年公司塑料燃油箱产品在乘用车市场占有率为 5.51%（万个、万辆）

| 项目 | 2024 年度 | 2023 年度 | 2022 年度 |
|--------------------|----------|----------|----------|
| 公司塑料燃油箱产品销量 | 112.33 | 86.59 | 60.97 |
| 国内乘用车年销量(扣除纯电动乘用车) | 2,038.68 | 1,980.48 | 1,852.98 |
| 公司塑料燃油箱产品市场占有率 | 5.51% | 4.37% | 3.29% |

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

根据公司向其客户、供应商了解的塑料燃油箱行业主要企业 2024 年在国内的销量数据，结合 2024 年国内乘用车年销量（扣除纯电动乘用车）进行测算，亚普股份、邦迪管路、英瑞杰、考泰斯的市场占有率分别约为 34.34%、12.75%、6.87%、6.38%，公司市场占有率与排名第三的英瑞杰、排名第四的考泰斯接近。根据中国汽车工业协会出具的证明，在国内塑料燃油箱行业中，目前内资企业中公司排名第二（仅次于亚普股份）。

1.2、看点二：高压燃油箱市场空间良好，募投巩固公司该领域先发优势

1.2.1、插电式混合动力汽车销量增长，高压塑料燃油箱市场空间充足

高压塑料燃油箱应用于插电式混合动力汽车（含增程式），主要应用于乘用车，可以将插电式混合动力乘用车销量作为国内高压塑料燃油箱的市场需求量，根据中国汽车工业协会统计数据，2022-2024 年度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，2022 年至 2024 年复合增长率为 84.01%，发展趋势良好。

由于插电式混合动力汽车能够融合传统燃油汽车和纯电动汽车的主要优点，在当下纯电动汽车市场增速放缓、消费者补能及续航焦虑、基础设施不足，以及纯电动汽车购买与维护成本较高等因素的影响下，国内各大整车制造企业均在积极布局混合动力技术，在汽车电动化转型中，纷纷采取纯电与插电混合动力汽车并行发展的产品策略，包括创立初期专注纯电动车型的小鹏汽车、零跑汽车等国内造成新势力也纷纷加入插电混合动力汽车的竞争之中。

在公司已取得合作的主要汽车整车制造企业客户中，比亚迪、吉利汽车、奇瑞汽车、中国一汽等均推出多款插电式混合动力新车型，且市场销售情况良好，其中

比亚迪作为全球领先的新能源汽车企业，其 2023 年乘用车销量中插电式混合动力汽车销量占比为 47.73%，随着其 DM-i 混动技术的持续改进和相关车型的热销，在整体销量保持较高增速的同时，比亚迪 2024 年以来插电式混合动力汽车的销量占比持续提升，根据其产销快报，2024 年，插电式混合动力汽车的销量已提升至 58.47%，显示出插电式混合动力汽车良好的发展趋势。

插电式混合动力汽车销量的快速增长有利于高压塑料燃油箱市场需求的增长，高压塑料燃油箱市场空间充足。

1.2.2、公司高压燃油箱市占率上升，募投项目预计形成 35 万台/年高压燃油箱产能

高压塑料燃油箱是目前塑料燃油箱领域技术要求最高的产品，应用于插电式混合动力汽车，受制于技术积累与研发能力的限制，除亚普股份与部分外资企业外，具备高压燃油箱的技术研发与批量生产能力的内资企业数量较少，细分市场规模尚处于发展初期，国内高压塑料燃油箱市场参与企业较少。

按照公司高压塑料燃油箱产品销量占国内插电式混合动力乘用车销量计算，2023 年、2024 年，公司高压塑料燃油箱产品的市场占有率分别为 1.27%、2.28%，呈快速上升趋势。公司现已取得尚未量产的比亚迪、吉利汽车、奇瑞汽车等客户的高压塑料燃油箱定点项目均处于开发阶段，其中大部分将于 2025 年陆续投入量产，随着定点项目的量产以及后续新定点项目的取得，公司高压塑料燃油箱的市场份额将保持上升趋势。

2022-2024 年度，公司主要产品为汽车塑料燃油箱总成，其产能、产量和销量情况如下表所示。

表4：2024 年度公司高压塑料燃油箱总成的产能为 12.50 万个

| 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） | 87.00 | 97.50 | 126.67 |
| | 产量（万个） | 59.92 | 90.43 | 115.11 |
| | 销量（万个） | 60.97 | 86.59 | 112.33 |
| | 产能利用率 | 68.87% | 92.74% | 90.88% |
| | 产销率 | 101.76% | 95.76% | 97.59% |
| 其中：高压塑料燃 油箱总成 | 产能（万个） | - | 5.21 | 12.50 |
| | 产量（万个） | - | 4.33 | 12.08 |
| | 销量（万个） | - | 3.55 | 11.68 |
| | 产能利用率 | - | 83.16% | 96.64% |
| | 产销率 | - | 81.85% | 96.66% |

数据来源：公司二轮问询回复、开源证券研究所（注：子公司浙江星昌于 2023 年 8 月起批量生产高压塑料燃油箱，其高压塑料燃油箱设计产能为 12.5 万个/年，按照实际生产月份加权计算的 2023 年实际产能为 5.21 万个/年。）

2023 年浙江星昌逐步投产，使得公司 2023 年产能增加。2024 年 5 月，世昌股份（母公司）对原生产项目完成升级改造，将产能提升至 85 万个/年，使得公司 2024 年产能增加。

2023 年、2024 年公司产能利用率大幅提高，主要是由于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。

公司主要产品塑料燃油箱具有定制化特点，采用以销定产的生产模式，2022-2024 年度产销率保持在较高水平，其中高压塑料燃油箱于 2023 年 8 月起批量投产，其 2023 年、2024 年产能利用率也保持在较高水平。

相对于高速增长的插电式混合动力汽车销量、陆续取得的高压塑料燃油箱项目定点以及主要客户加快在插电式混合动力汽车领域布局带来的增量需求，公司现有的高压塑料燃油箱产能较小，且产能利用率处于较高水平，无法满足持续增长的订单需求，在此背景下公司通过实施募投项目新增高压塑料燃油箱产能。

公司募投项目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”。

表5：募集资金投资项目紧密围绕公司现有主营业务

| 序号 | 项目名称 | 项目总投资额（万元） | 拟使用募集资金投资额（万元） | 实施主体 |
|---------------|----------------------|------------|----------------|------|
| 浙江星昌汽车科技有限公司年 | | | | |
| 1 | 产 60 万台新能源高压油箱项目（二期） | 13,966.95 | 13,117.95 | 浙江星昌 |
| 2 | 补充流动资金项目 | 4,000.00 | 4,000.00 | 世昌股份 |
| 合计 | | 17,966.95 | 17,117.95 | |

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

“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）”由子公司浙江星昌负责实施，计划总投资 13,966.95 万元，其中计划使用募集资金 13,117.95 万元，建设期为 1.5 年，计划通过新购置土地，新建生产厂房及相关配套设施，购置高压吹塑机、柔性焊接线、自动装配产线等生产设备，形成 35 万台/年高压塑料燃油箱产能。

建成后，公司高压塑料燃油箱产能将进一步增加，有利于公司顺应新能源汽车快速发展趋势，将在高压塑料燃油箱方面的核心技术投入生产经营，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。

1.3、看点三：布局氢能产业，氢燃料电池行业预计快速增长

1.3.1、九昌新能源重点布局氢能产业

公司下设廊坊、宝鸡、台州、福州四个生产基地和扬州新能源研发中心，并通过子公司九昌新能源科技（扬州）有限公司（简称：九昌新能源）重点布局氢能业务。

氢能产品包括电导率仪传感器、氢浓度传感器、多功能膨胀水箱、颗粒过滤器和去离子过滤器等，客户覆盖亿华通、重塑科技、捷氢科技、国家电投、康明斯、清能股份、未势能源及国外客户 OPmobility 等众多知名企业，市场认可度较高。

多功能膨胀水箱为其结合汽车行业发展经验针对氢车定制开发，在氢能行业内首创集成化思路，集成去离子器、液位传感器及电导率传感器，实现低液位报警和冷却液电导率实时监控功能，并根据系统内部压力变化进行补气和泄压。目前水箱系列包括 0.3L、1L、1.5L、4.5L、9L、16L 等，应用于氢能二轮车、物流车、公交、重卡等。

电导率传感器针对氢车定制开发，采用二电极式结构，能精准应对车载工况，适用于多种溶液、CAN 信号或模拟信息输出，具备信号精确、耐高低温、安装方便、抗震、耐腐蚀、智能控制、自检、故障上报等功能，可确保系统运行的安全性。

图6：九昌新能源的氢能产品包括电导率仪传感器、氢浓度传感器、多功能膨胀水箱和去离子过滤器等



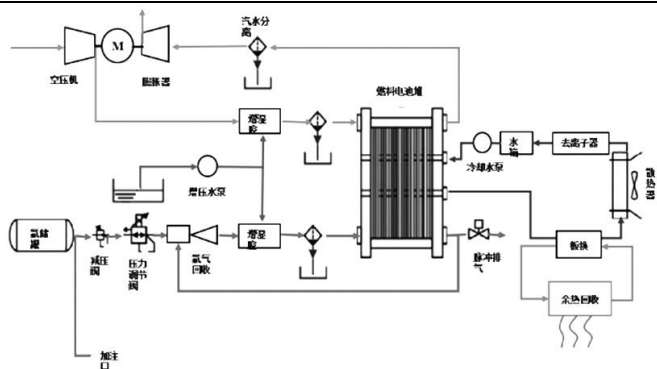
资料来源：世昌股份公众号

去离子器应用在燃料电池发动机的冷却系统中，主要用于去除冷却液中的导电离子。在燃料电池电池运行中，双极板上会产生高电压，但同时要求此高电压不会通过双极板中间的冷却液传递到整个冷却循环流道，因此要求冷却液不能够导电。

去离子器把水中的带电离子如钙、钠离子，管路析出铜、铁离子等，吸附到去离子装置内部，通过特殊比例改性树脂颗粒的作用，使冷却水中导电离子浓度大幅降低至 $5.0 \mu\text{S}/\text{cm}$ 以内，良好的工作环境下 $<1.0 \mu\text{S}/\text{cm}$ ，保证燃料电池动力系统安全稳定运行。

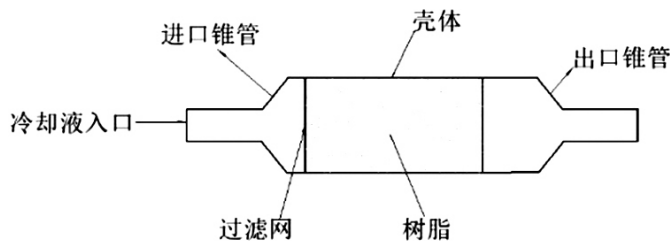
去离子器是燃料电池系统的独有部件，目前国外企业对其研究较多，如 Dynalene、丰田纺织等公司，国内市场开发依赖于国外技术。

图7: 燃料电池热管理水循环系统



资料来源:《燃料电池去离子器的仿真分析及优化设计》刘龙婷等

图8: 去离子器结构



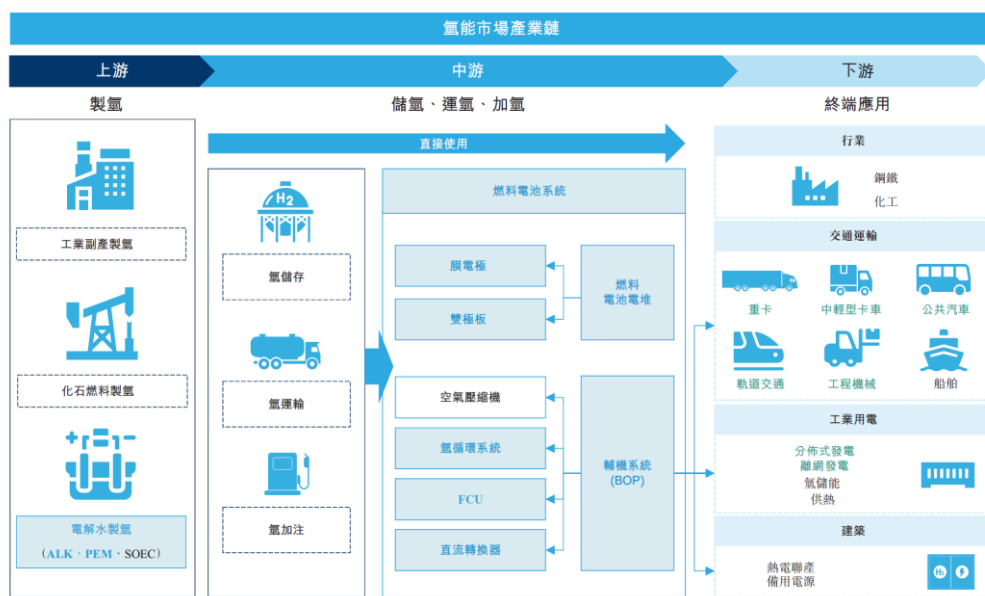
资料来源:《燃料电池去离子器的仿真分析及优化设计》刘龙婷等

此外，公司氢浓度传感器、去离子器、颗粒过滤器等氢燃料电池发动机热管理系统关键零部件产品种类丰富，可满足氢燃料汽车热管理系统、储氢供氢系统等多场景需求，正通过技术创新持续打开氢能赛道新空间。

1.3.2、预计 2023-2028 年重卡搭载的氢燃料电池系统的市场规模 CAGR 达 72.9%

氢能被视为是一种最清洁、最高效的可再生能源。作为一种能源介质，氢能具有在能量转换过程中零排放、效率高、能量密度高、可大规模储存等优点，因此在能源领域得到越来越多的关注和应用。同时，氢能是一种制取方便、应用广泛的优质能源。发展氢能对保障国家能源安全、优化能源结构、推动清洁能源转型以及实现中国未来“2030年前实现碳达峰，2060年前实现碳中和”目标具有重要意义。

图9: 氢能在能源领域得到越来越多的关注和应用



资料来源：重塑能源招股说明书

2023 年，全球氢燃料电池行业的市场规模（按销售额计）已达到 60 亿美元，自 2018 年起以 29.9% 的复合年增长率增长。2023 年，交通运输及固定式发电是全球氢

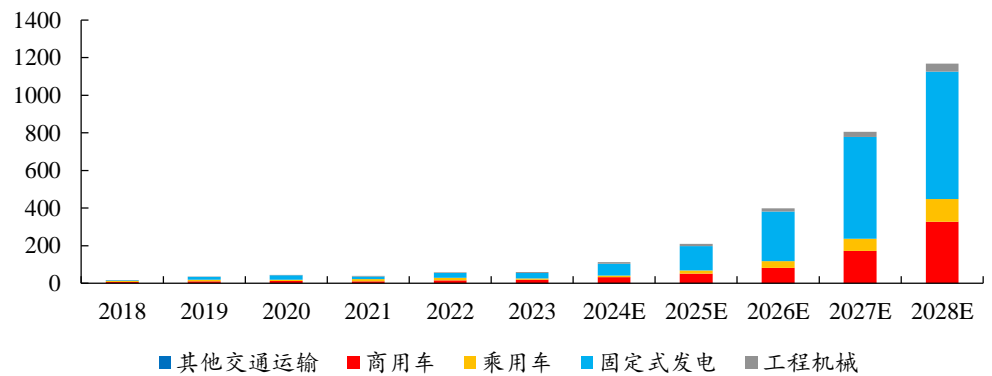
燃料电池下游应用的前两大分部，分别占 43.9% 及 47.2%。弗若斯特沙利文预计全球氢燃料电池市场将于 2028 年前达到 1,168 亿美元，2023 年至 2028 年的复合年增长率为 81.1%。

表6：预计 2023-2028 年全球氢燃料电池行业的市场规模 CAGR 为 81.1%

| 复合年增长率 | 2018-2023 年 | 2023-2028 年（估计） |
|--------|-------------|-----------------|
| 总计 | 29.90% | 81.10% |
| 乘用车 | 5.50% | 75.70% |
| 商用车 | 21.10% | 76.70% |
| 其他交通运输 | 74.00% | 38.00% |
| 固定式发电 | 57.70% | 88.70% |
| 工程机械 | 60.30% | 51.10% |

数据来源：E4tech、日本氢能燃料电池战略委员会、弗若斯特沙利文、重塑能源招股说明书、开源证券研究所

图10：预计全球氢燃料电池市场将于 2028 年达到 1,168 亿美元（亿美元）



数据来源：E4tech、日本氢能燃料电池战略委员会、弗若斯特沙利文、重塑能源招股说明书、开源证券研究所

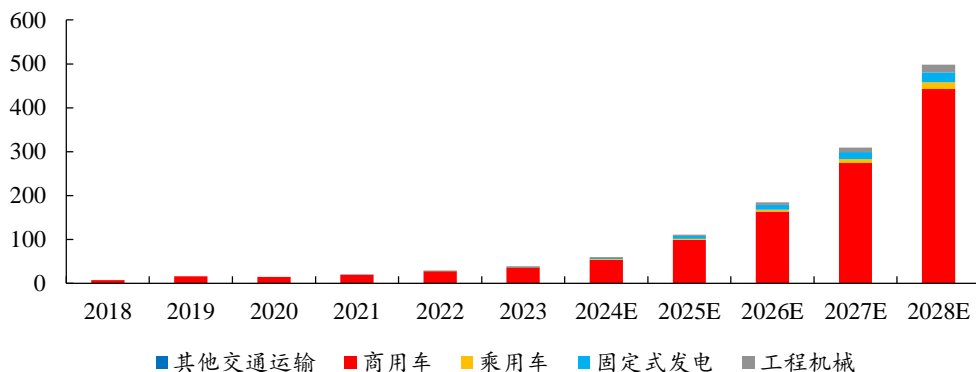
中国氢燃料电池行业的市场规模（按销售额计）由 2018 年的人民币 7 亿元增至 2023 年的人民币 39 亿元，复合年增长率为 40.4%。预计中国氢燃料电池行业的市场规模（按销售额计）将于 2028 年达到人民币 498 亿元。

表7：预计 2023-2028 年中国氢燃料电池行业的市场规模 CAGR 为 66.20%

| 复合年增长率 | 2018-2023 年 | 2023-2028 年（估计） |
|--------|-------------|-----------------|
| 总计 | 40.40% | 66.20% |
| 乘用车 | / | 121.00% |
| 商用车 | 38.40% | 64.70% |
| 其他交通运输 | / | 32.00% |
| 固定式发电 | / | 79.60% |
| 工程机械 | / | 70.50% |

数据来源：高工产业研究院、E4tech、工信部、弗若斯特沙利文、重塑能源招股说明书、开源证券研究所

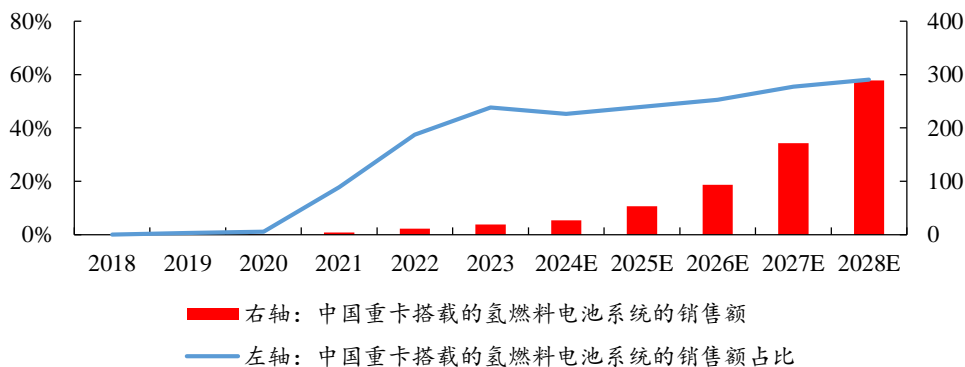
图11：预计中国氢燃料电池行业市场规模将于 2028 年达到 498 亿元（亿元）



数据来源：高工产业研究院、E4tech、工信部、弗若斯特沙利文、重塑能源招股说明书、开源证券研究所

2023 年，中国重卡搭载的氢燃料电池系统的销售额为人民币 19 亿元，约占 2023 年中国氢燃料电池系统总销售额的 47.6%，为 2023 年氢燃料电池系统最大的应用细分市场。根据弗若斯特沙利文预计，重卡搭载的氢燃料电池系统的市场规模将持续增长至 2028 年的人民币 289 亿元，2023 年至 2028 年的复合年增长率达 72.9%。

图12：预计 2028 年重卡搭载的氢燃料电池系统的市场规模为 289 亿元（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文、重塑能源招股说明书、开源证券研究所

根据《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》，到 2025 年，中国企业有望掌握核心技术和制造工艺，预计燃料电池汽车保有量将达到约 50,000 辆。此外，大力部署加氢站网络，并将可再生能源制氢量增至每年 10 万至 20 万吨。不仅如此，国内各省市纷纷出台扶持政策，推动氢燃料电池行业发展。例如，山西省吕梁市、内蒙古鄂尔多斯、陕西省、吉林省、四川省及山东省已颁布对安装 ETC 套装设备的氢能车辆免收高速公路通行费的政策，旨在促进氢能汽车的应用，推动氢燃料电池行业的需求增长。此外，上海到 2025 年力争发展燃料电池汽车超过 10,000 辆，而佛山计划到 2025 年推广燃料电池汽车 3,000 辆以上，建成 60 座加氢站。该等政策举措为氢燃料电池行业的预期发展奠定了强有力的基础。

表8：部分省份氢能车免费政策汇总

| 省份 | 免费时间 | 持续时间/年 | 免费区域 |
|----|--------------------------------|--------|------|
| 山东 | 2024 年 3 月 1 日至 2026 年 3 月 1 日 | 2 | 全省高速 |

| 省份 | 免费时间 | 持续时间/年 | 免费区域 |
|-----|-----------------------------------|--------|--------|
| 四川 | 2024 年 11 月 6 日至 2028 年 11 月 6 日 | 4 | 全省高速 |
| 广东 | 2024 年 6 月至 2025 年 12 月 | 1.5 | 限时免费停车 |
| 内蒙古 | 2024 年 6 月 1 日至 2026 年 6 月 1 日 | 2 | 市内收费路段 |
| | 2025 年 1 月 1 日至 2027 年 1 月 1 日 | 2 | 市内过路费 |
| 山西 | 2024 年 7 月 14 日至 2026 年 7 月 14 日 | 2 | 市内收费路段 |
| 陕西 | 2024 年 9 月 1 日至 2027 年 9 月 1 日 | 3 | 全省高速 |
| 吉林 | 2024 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 1 日 | 2 | 全省高速 |
| 湖北 | 2024 年至 2027 年 | 3 | 全省高速 |
| 青海 | 2024 年 12 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日 | 1 | 全省高速 |
| 河南 | 2025 年 1 月 25 日至 2025 年 12 月 31 日 | 1 | 全省收费路段 |
| 辽宁 | 2025 年 5 月 16 日至 2028 年 5 月 16 日 | 3 | 全省高速 |
| 山西 | 2025 年 6 月 1 日至 2027 年 5 月 31 日 | 2 | 全省高速免费 |

资料来源：《氢燃料电池重卡产业及商业化分析》张艳荣、开源证券研究所

此外，与传统能源汽车相比，燃料电池汽车的全生命周期成本不断降低，表明其日益增长的市场竞争力。例如，在氢燃料电池行业占据重要细分市场的重型卡车表现出较大的增长潜力。弗若斯特沙利文预计燃料电池重卡的销量将快速增长，2023 年至 2028 年的复合年增长率为 92.5%，到 2028 年将达到 96,676 辆。

1.4、看点：“两片成型技术”等 8 项自主研发核心技术打造创新优势

公司自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，建立了较为完善的研发创新体系，拥有专业的研发技术团队，围绕行业技术发展趋势、客户需求进行产品、生产技术工艺等方面研发创新和技术储备，保持公司在技术、产品方面的市场竞争力。

截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有技术人员 55 人，占员工总数的 15.76%，其中公司核心技术人员均拥有 10 年以上的塑料燃油箱相关从业经验。公司建有国家级 CNAS 实验室、河北省企业技术中心、河北省工业企业研发机构（A 级）、河北省汽车燃料系统技术创新中心（省级技术创新中心），拥有廊坊、台州、宝鸡三个生产基地和扬州新能源研发中心，通过了 IATF16949:2016 质量管理体系认证，能够独立进行研发设计、仿真模拟、样件试制、产品实验等工作，满足整车制造企业定制化、多样化的产品需求。2022-2024 年度，公司研发费用投入金额分别为 1,357.42 万元、1,556.98 万元、1,888.66 万元。

表9：2021 年公司被认定为第三批专精特新“小巨人”企业

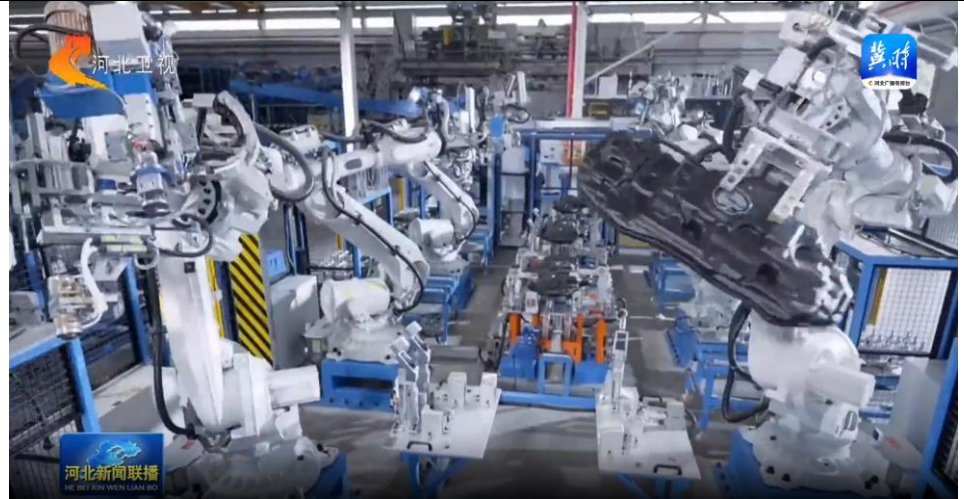
| 序号 | 名称 | 颁发单位 | 认定时间 |
|----|-------------|------------|--------------------|
| 1 | 专精特新“小巨人” | 国家工业和信息化部 | 2021 年（2024 年复审通过） |
| 2 | 河北省制造业单项冠军 | 河北省工业和信息化厅 | 2020 年（2023 年复审通过） |
| 3 | 河北省专精特新示范企业 | 河北省工业和信息化厅 | 2021 年 |
| 4 | 河北省科技型中小企业 | 河北省科学技术厅 | 2021 年（2024 年复审通过） |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所（由于公司已被认定为国家级专精特新“小巨人”，省级的“河北省专精特新示范企业”不再进行复审。）

公司积极进行生产工艺、生产设备的升级改造，提升生产线的自动化水平，提

高生产效率和质量管控水平。公司在汽车塑料燃油箱生产环节中的吹塑、焊接、装配等方面具备先进工艺,生产车间已实现智能化与自动化焊接装配生产,并配备 MES 和条码系统,可同步实现产品生产过程可追溯,确保产品效率与质量的双达标,“车用环保油箱数字化车间”被河北省工业和信息化厅认定为河北省数字化车间。河北省工业和信息化厅公布 2025 年度第二批先进级智能工厂名单,公司的“汽车燃料系统智能工厂”成功入选。

图13: 公司亮相河北广播电视台报道



资料来源: 世昌股份微信公众号

公司以汽车燃料系统为核心,根据行业技术发展趋势、市场及客户需求为导向进行持续的自主研发,针对塑料燃油箱设计、生产过程中的关键点和难点,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在内的多项核心技术,并大规模应用于主要产品生产中,取得了良好的经济效益。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。

公司的核心技术均为自主研发,应用于塑料燃油箱总成生产环节中的吹塑成型、划孔焊接两道核心生产工序。

表10: 公司的核心技术均为自主研发

| 序号 | 技术名称 | 对应专利 | 专利权人 | 取得方式、形成路径 | 应用的生产环节 | 应用产品类型 |
|----|-------------|--|------|-----------|---------|-----------------|
| 1 | 塑料燃油箱耐高压技术 | 发明: 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)实用新型: 一种新能源高压油箱加强结构(ZL202320715484.2) | 世昌股份 | 自主研发,原始取得 | 吹塑成型 | 高压塑料燃油箱 |
| 2 | 两片成型技术以及其工艺 | 发明: 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) | 世昌股份 | 自主研发,原始取得 | 吹塑成型 | 高压塑料燃油箱 |
| 3 | 吹塑本体提取技术 | 发明: 一种取油箱制品机械手(ZL202211306359.2) | 世昌股份 | 自主研发,原始取得 | 吹塑成型 | 常压塑料燃油箱、高压塑料燃油箱 |

| 序号 | 技术名称 | 对应专利 | 专利权人 | 取得方式、形成路径 | 应用的生产环节 | 应用产品类型 |
|----|-------------|---|------------|-----------|---------|-----------------|
| 4 | 开孔自带卸料技术 | 实用新型：一种自带卸料结构的开孔刀具(ZL202321451383.5) | 世昌股份 | 自主研发，原始取得 | 划孔焊接 | 常压塑料燃油箱、高压塑料燃油箱 |
| 5 | 塑料燃油箱降噪技术 | 实用新型：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) | 世昌股份 | 自主研发，原始取得 | 吹塑成型 | 常压塑料燃油箱、高压塑料燃油箱 |
| 6 | 熔融深度控制方法 | 发明：一种熔融深度的控制方法(ZL202110673717.2) | 世昌股份、九昌新能源 | 自主研发，原始取得 | 划孔焊接 | 常压塑料燃油箱、高压塑料燃油箱 |
| 7 | 燃油箱内部管路固定技术 | 实用新型：一种塑料燃油箱内部管路或线束固定结构(ZL202221730462.5) | 世昌股份 | 自主研发，原始取得 | 吹塑成型 | 高压塑料燃油箱 |
| 8 | 高压燃油箱油气分离技术 | 实用新型：一种适用于两片式高压燃油箱的内置油气分离器装置(ZL202223138005.X) | 世昌股份 | 自主研发，原始取得 | 吹塑成型 | 高压塑料燃油箱 |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、行业：塑料燃油箱成主流，混动汽车助高压油箱需求增长

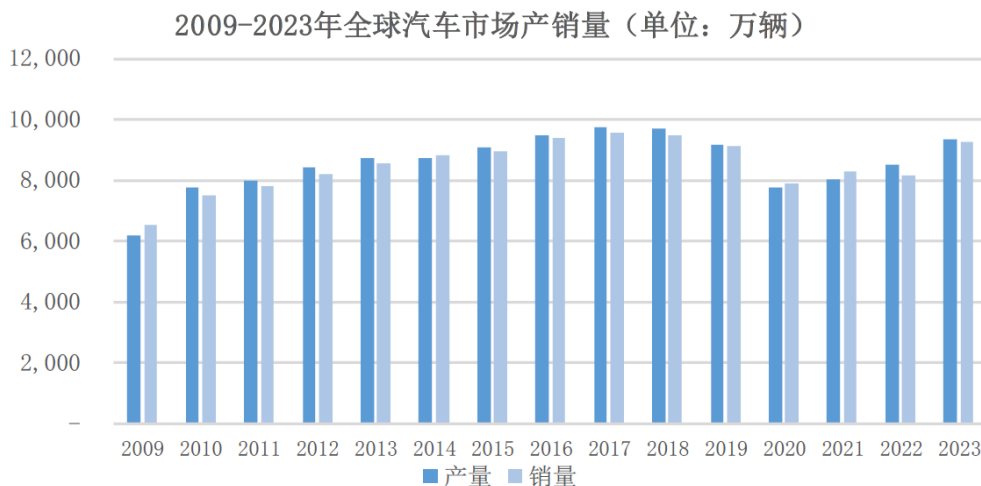
公司主要从事汽车燃料系统的研发、生产和销售，主要产品为汽车塑料燃油箱总成。

2.1、汽车行业发展概况：新能源汽车成为新的增长点

汽车行业是国民经济的战略性、支柱性产业，具有产业链长、关联度高、带动性强的特点，是推动新一轮科技革命和产业变革的重要力量，是建设制造强国的重要支撑，也发挥着工业经济稳增长的“压舱石”作用。

全球汽车市场发展放缓，新能源汽车成为新的增长点。自 2008 年全球金融危机之后，从 2009 年至 2017 年，全球汽车产销量总体呈现逐年递增的态势，受全球经济放缓等因素影响，2018 年全球汽车产销量出现下滑。2020 年以来，全球汽车产销量基本保持稳定。近年来，经过中国、欧盟、美国等全球各主要国家和地区逐步加快推进能源转型、构建清洁低碳能源体系，提高新能源汽车及相关基础设施的补贴力度和投资额度，新能源汽车产业已成为全球汽车产业复苏的重要动力。根据 IEA 数据显示，自 2020 年至 2022 年，全球新能源汽车销量渗透率从 4.6% 快速攀升至 14%。纯电动汽车销售从 200 万辆增长至 730 万辆，插电式混合动力汽车销量从 97 万辆增长至 290 万辆，新能源汽车的快速发展成为全球汽车市场发展的新的增长点。2023 年全球新能源汽车销量将近 1400 万辆，市场渗透率增加至 18%。纯电动汽车和插电式混合动力汽车销量分别增长至 950 万辆和 430 万辆。根据 OICA 数据显示，2023 年全球汽车销量 9,272.47 万辆，同比增长 11.89%。

图14：2023 年全球汽车销量 9,272.47 万辆，同比增长 11.89%

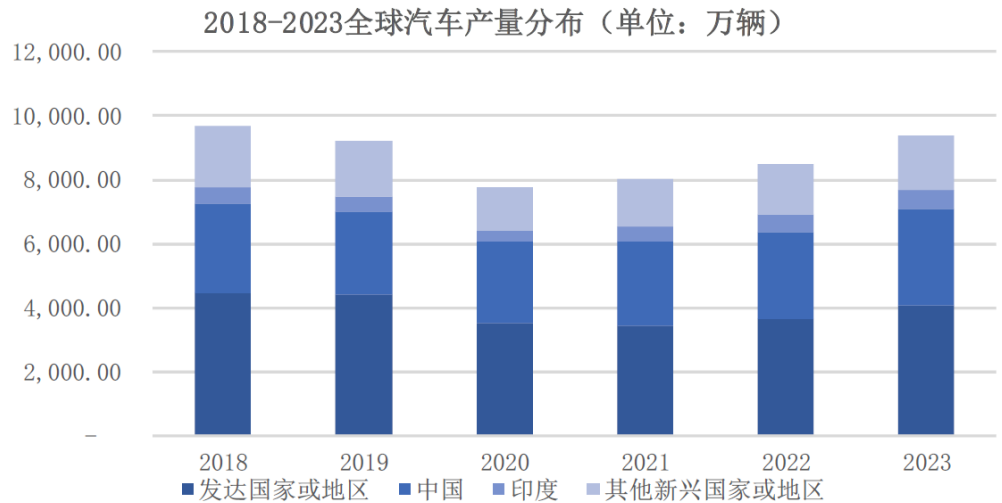


资料来源：Wind、国际汽车制造商协会（OICA）、公司招股说明书

全球汽车市场格局变化，新兴市场汽车产业迅速发展。目前，全球汽车产业中部分劳动密集型、资源密集型的生产活动已逐步由发达国家向发展中国家转移，其中以中国、印度为代表的新兴市场汽车工业发展迅速，增长速度较快。2018 年至 2023 年，中国汽车产量占全球汽车产量的比例由 28.71% 上升至 32.24%，印度汽车产量占全球汽车产量的比例由 5.31% 上升至 6.26%。全球主要汽车厂商亦不断加大对新兴市场的投资力度，积极进行产业布局，全球汽车行业的生产重心正逐渐由以美国、欧

洲和日韩为代表的传统市场向以中国、印度为代表的新兴市场转移。

图15：全球汽车行业的生产重心正逐渐向以中国、印度为代表的新兴市场转移

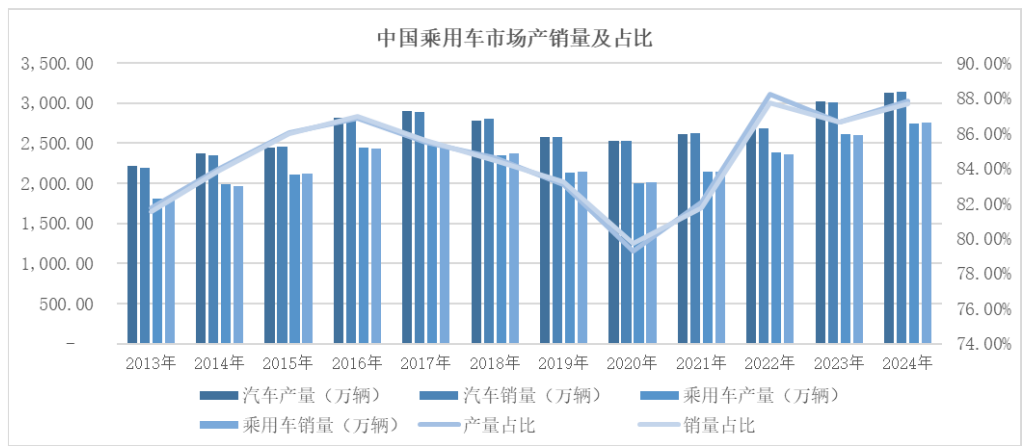


资料来源：国际汽车制造商协会（OICA）、公司招股说明书

进入新世纪以来，我国汽车产业快速发展，形成了种类齐全、配套完整的产业体系。整车研发能力明显增强，节能减排成效显著，质量水平稳步提高，中国品牌迅速成长，国际化发展能力逐步提升。特别是新能源汽车发展取得重大进展，由培育期进入成长期。2024 年，我国汽车产销分别达到 3,128.20 万辆和 3,143.60 万辆，连续 16 年位居全球第一，保持增长趋势，其中 2024 年中国品牌汽车销量占比已超过 60%，市场认可度大幅提高。

公司的主要产品主要面向乘用车市场，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，2013 年以来，各年度乘用车产销量占当年度汽车产销量的比重基本保持在 80% 以上。从 2013 年至 2017 年，我国乘用车市场产销量稳步增长。2018 年，受宏观经济增速回落等因素的影响，乘用车市场产销量结束增长态势进入转型期。2020 年以来，受宏观经济稳定恢复，以及一系列刺激消费政策的出台和新能源汽车消费需求快速提升等因素的刺激下，乘用车市场开始复苏。

2021 年，乘用车产销 2140.80 万辆和 2148.15 万辆，同比分别增长 7.07% 和 6.46%，结束了自 2018 年以来连续三年下降趋势。2022 年度，乘用车产销分别完成 2,383.61 万辆和 2,356.33 万辆，同比增长 11.34% 和 9.69%，增速同比加快。2023 年度，乘用车产销分别完成 2,612.38 万辆和 2,606.28 万辆，同比增速分别为 9.60% 和 10.61%，2024 年，乘用车产销分别完成 2,747.69 万辆和 2,756.30 万辆，同比增速分别为 5.18% 和 5.76%，维持较高增速水平。随着我国乘用车产销量进入下一增长期，乘用车市场也呈现出新的发展特征。

图16：2024 年乘用车产销同比增速分别为 5.18%和 5.76%，维持较高增速水平


资料来源：中国汽车工业协会、Wind、公司招股说明书

我国汽车市场特点：

（1）我国汽车千人保有量较低，乘用车市场仍有较大发展空间

2024 年我国千人汽车保有量约为 251 辆/千人，与主要发达国家平均超过 500 辆/千人的水平相比具有较大差距，我国乘用车汽车市场仍具备较大的发展潜力。此外，伴随居民收入水平提高，汽车消费者愈加关注品牌、品质、服务等汽车附加属性。在供需两端共同作用下，汽车消费升级趋势显著增强。首购和换购人群购置高档车型比例不断增加，中国乘用车市场价格区间呈明显结构性向上趋势。此外，年轻一代新消费群体不断壮大，正在加速乘用车市场电动化、智能化转型的升级趋势。

（2）中国品牌乘用车市场份额不断提升

根据中国汽车工业协会公布的数据，2022 年至 2024 年，中国品牌乘用车销量连续三年保持增长态势。2023 年，中国品牌乘用车销量为 1,454.10 万辆，同比增长 23.63%，占乘用车销售总量的 55.79%，市场份额已超过 50%。2024 年，中国品牌乘用车销量为 1,795.80 万辆，同比增长 23.50%，市场份额达到 65.15%。近年来，中国品牌乘用车市场占有率不断提升，得益于中国品牌汽车积极向新能源、智能网联转型发展，加速产品迭代，不断推出满足用户需求的新一代电动化、智能化汽车，广受消费者青睐。与此同时，中国品牌汽车企业也愈发重视国际化发展，产品竞争力不断提升，品牌影响力持续攀升，汽车出口势头良好。

（3）传统燃油汽车仍是汽车销量的主要组成部分

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%。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。目前新能源汽车在续航里程、充电等配套设施、后续维修保养等方面仍需进行技术突破或完善，传统燃油车在行驶里程、技术成熟度、维修保养成本及便捷性等方面具有较为明显的优势，特别是我国幅员辽阔，对于充电桩、维修门店等基础配套设施尚不完善的地区消费者、存在长途需求的消费者而言，传统燃油车仍是汽车消费的首选。

（4）新能源汽车市场持续快速增长，混动车型成为重要增长动力

从 2020 年开始，中国新能源汽车市场正式进入高速成长期。2020 年，我国新能

源汽车销量完成 136.73 万辆，同比增长 13.38%，其中纯电动汽车销售 111.51 万辆，同比增长 14.76%，插电式混合动力汽车销售 25.10 万辆，同比增长 8.41%。2021 年，我国新能源汽车销量完成 352.05 万辆，同比增长 157.48%，新能源汽车渗透率达到 13.40%，越过 10% 分界线。其中纯电动汽车销量较 2020 年增长 1.6 倍，插电式混合动力汽车销量增长较 2020 年增长 1.4 倍。

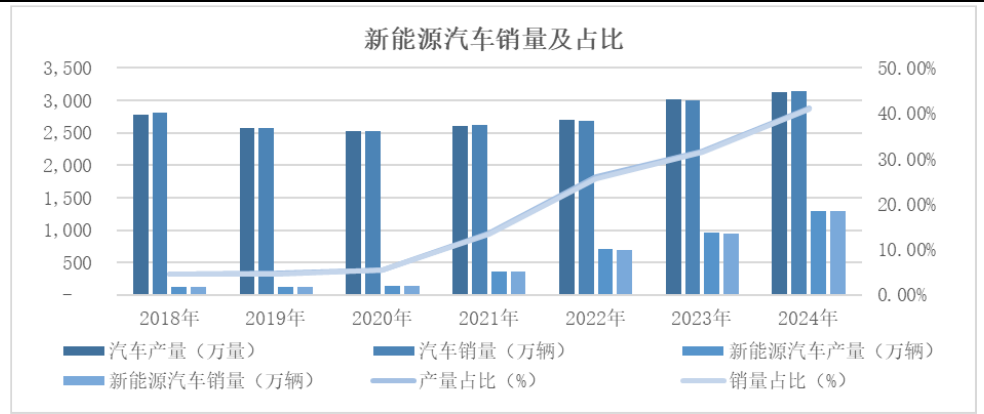
2022 年，我国新能源汽车销量达到 688.66 万辆，同比增长 95.61%，新能源汽车市场占有率已达到 25.64%，其中纯电动汽车销量为 536.49 万辆，同比增长 84.01%；插电式混动汽车销量为 151.84 万辆，同比增长 151.64%。

2023 年，新能源汽车产销分别完成 958.65 万辆和 949.52 万辆，同比分别增长 35.82%、37.88%，其中纯电动汽车销量为 668.52 万辆，同比增长 24.61%；插电式混动汽车销量为 280.42 万辆，同比增长 84.68%。

2024 年，新能源汽车产销分别完成 1,288.80 万辆和 1,286.50 万辆，同比分别增长 34.44%、35.49%，其中纯电动汽车销量为 771.90 万辆，同比增长 15.46%；插电式混动汽车销量为 514.10 万辆，同比增长 83.33%。可见，从 2022 年起，插电式混合动力汽车销量增速开始高于纯电动汽车型，混合动力汽车销量维持高速增长态势，其在新能源汽车销量比重亦呈稳定增长趋势，占比从 2022 年的 22.05% 快速上行至 2024 年的 39.96%，为新能源车销量贡献了较大增量，是拉动整体车市增长的重要增长动力。

据中国汽车工业协会预测，2025 年中国汽车总销量将达到 3,290 万辆，同比增长 4.7%，其中新能源汽车销量预计为 1,600 万辆。

图17：新能源汽车在汽车中的产销占比呈稳定增长趋势



资料来源：中国汽车工业协会、Wind、公司招股说明书

《汽车产业中长期发展规划》指出，随着能源革命和新材料、新一代信息技术的不断突破，汽车产品加快向新能源、轻量化、智能和网联的方向发展。

目前，我国汽车零部件市场发展趋势主要有以下几种方向：

①**供货集成化、模块化**：《汽车产业中长期发展规划》指出，汽车生产方式向充分互联协作的智能制造体系演进，产业上下游关系更加紧密。整车制造企业与供应商联合开发，供应商从零部件设计、开发、实验验证等过程全程参与，供应商为整车制造企业提供零部件整体解决方案；汽车零部件的集成化、模块化是指通过全新的设计和工艺，将以往由多个零部件分别实现的功能，集成在一个模块组件当中，

实现单个模块组件替代多个零部件的技术手段，通用化和标准化程度提高。

②**零部件轻量化**：轻量化是传统燃油汽车节能及新能源汽车提高续航里程的重要途径之一。目前，国内外汽车轻量化的措施主要有轻量化设计和使用高强度、轻质材料，如使用高强度钢、铝合金、镁合金、碳纤维、塑料等新型汽车材料。

2.2、塑料燃油箱在多项指标上具备优势，成为燃油箱市场中的主流产品

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。**按照材料划分，汽车燃油箱主要包括塑料燃油箱和金属燃油箱。**在汽车轻量化的背景下，塑料燃油箱已成为行业主流趋势，主要用于产量高、油箱结构不规整、形状复杂的乘用车。

表11：塑料燃油箱具有轻量化、抗腐蚀性高等优点

| 序 号 | 技术指标/产品 性能 | 塑料燃 油箱 | 金属燃 油箱 | 塑料燃油箱优势 |
|--------|---------------------|-----------|-----------|--|
| 1 | 重量 | 轻 | 重 | 轻量化：塑料相对密度仅为金属的 1/8 到 1/7，一台同等容积的铁油箱比塑料燃油箱重 2 倍左右。 当发动机功率一定时，汽车重量越轻，有效承载量就越大，有效续航里程更长。 |
| 2 | 抗腐蚀性 | 高 | 中 | 抗腐蚀性高：金属燃油箱的钢板材料易受到油品的硫、酸类、醇类化学因素的腐蚀而造成油箱内部生锈，塑料燃油箱材料（HDPE、EVOH）具有很强的耐化学腐蚀能力，能够有效延长了塑料燃油箱的使用寿命。 |
| 3 | 抗冲击性 | 高 | 中 | 抗冲击性高：塑料燃油箱一般采用高分子量的聚乙烯材料制造而成，材料热传导性低，仅为金属的 1%。同时，高分子量聚乙烯具有良好的弹性和刚性，在-40℃和 90℃的情况下仍可保持良好的机械性能，经撞击后能自行回弹而不会产生永久变形。 |
| 4 | 抗静电性能 | 高 | 低 | 抗静电性能高：塑料燃油箱材料本身具有抗静电性能，有效降低燃油箱因静电引发的故障。 |
| 5 | 阻燃性 | 高 | / | 阻燃性高：塑料燃油箱均须通过燃烧试验，相较于金属燃油箱接近明火易发生爆炸的情 |
| 6 | 容量/设计自由度 | 高 | 低 | 容量/设计自由度高：塑料燃油箱的生产一般采用吹塑成型的方式，可以成型出形状复杂的异形产品，因此，有利于在汽车总体布置已经确定的情况下，根据现有的底盘剩余空间来成型出适合的燃油箱形状，并尽可能地增大燃油箱的容积。相比较而言，金属燃油箱的容量和设计自由度较低。 |
| 7 | NVH 特性(噪声、振动与声振粗糙度) | 低 | 高 | 低噪音：塑料燃油箱相比于金属燃油箱一般具有更大的壁厚，结合材料本身的特性，能够更好地减少噪音。 |
| 8 | 内部清洁度 | 高 | 低 | 内部清洁度高：由于塑料燃油箱的抗腐蚀性高和工艺污染（杂质）低的特性，塑料燃油箱具有比金属燃油箱更高的内部清洁度，防止内部管道堵塞的发生。 |
| 9 | 单件成本 | 低 | 高 | 成本低：塑料燃油箱的单件成本一般较金属燃油箱低 20% 左右，具有更高的经济性。 |

资料来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

综上，相对于金属燃油箱，塑料燃油箱具有轻量化、低排放、抗静电、低噪音、安全性高等优势，已成为燃油箱市场中的主流产品。

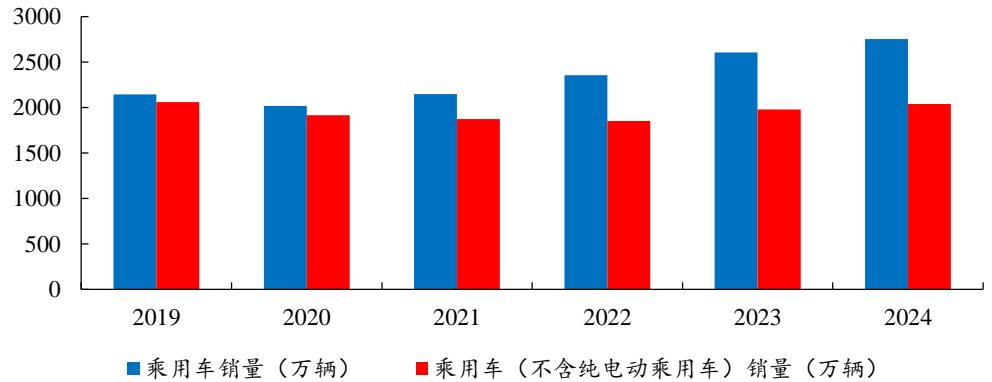
2.3、2024 年中国乘用车销量同比增长 5.76%，塑料燃油箱市场空间充足

金属燃油箱主要应用于商用车，与乘用车市场相比，商用车市场规模较小，发展空间相对有限。根据中国汽车工业协会公布的数据，2022 年我国商用车销量为 330.05 万辆，处于较低水平，2023 年市场企稳回升，销量为 403.09 万辆，同比增长

22.13%。2024 年，我国商用车销量为 387.32 万辆，同比小幅下降 3.91%。

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。2020 年以来，受宏观经济稳定恢复，以及一系列刺激消费政策的出台和新能源汽车消费需求快速提升等因素的刺激下，乘用车市场开始复苏，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。2023 年，我国乘用车产量为 2,612.38 万辆，同比增长 9.60%、销量为 2,606.28 万辆，较 2022 年同比增长 10.61%，其中乘用车销量占汽车销售总量的 86.61%；若扣除不需要使用燃油箱的纯电动乘用车，其销量为 1,980.48 万辆，同比增长 6.88%，2024 年，我国乘用车销量为 2,756.30 万辆，同比增长 5.76%，若扣除不需要使用燃油箱的纯电动乘用车，其销量为 2,038.68 万辆，同比增长 2.94%，我国乘用车市场的景气度处于较高水平。

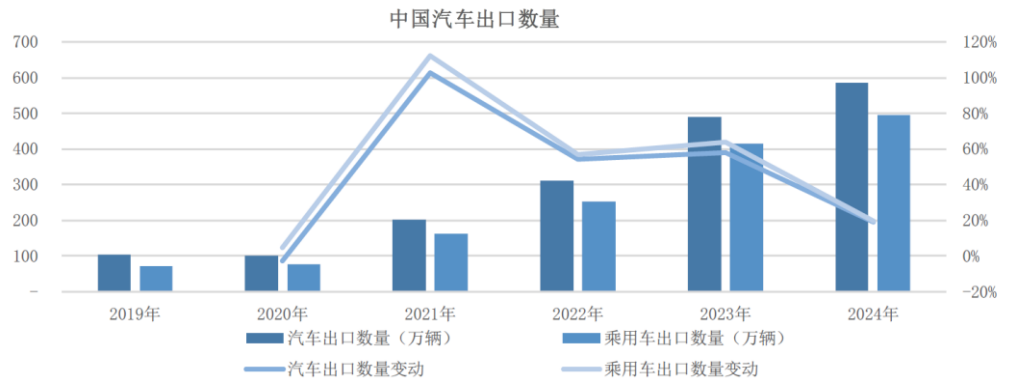
图18：2024 年我国乘用车销量为 2,756.30 万辆，同比增长 5.76%



数据来源：Wind、中国汽车工业协会、公司招股说明书、开源证券研究所

随着我国汽车产业的持续发展和转型升级，中国品牌乘用车市场份额不断提升，以比亚迪、吉利汽车、奇瑞汽车为代表的中国自主品牌整车企业销量快速增长。根据中国汽车工业协会公布的数据，2022 年至 2024 年，中国品牌乘用车销量连续三年保持增长态势。2023 年，中国品牌乘用车销量为 1,454.10 万辆，同比增长 23.63%，占乘用车销售总量的 55.79%，市场份额已超过 50%。2024 年，中国品牌乘用车销量为 1,795.80 万辆，同比增长 23.50%，市场份额达到 65.15%。

与此同时，中国品牌汽车企业也愈发重视国际化发展，产品竞争力不断提升，品牌影响力持续攀升，汽车出口势头良好。根据中国汽车工业协会公布的数据，2023 年我国汽车出口数量为 491 万辆，同比增长 57.85%，其中，乘用车出口 414.03 万辆，同比增长 63.74%，保持 2021 年以来的快速增长趋势。2024 年我国汽车出口数量为 585.95 万辆，同比增长 19.34%，其中，乘用车出口 495.51 万辆，同比增长 19.68%。

图19：2024 年我国乘用车出口 495.51 万辆，同比增长 19.68%


资料来源：Wind、中国汽车工业协会、公司招股说明书

中国汽车工业协会预计 2025 年中国汽车总销量将达到 3,290 万辆，同比增长 4.7%。其中，乘用车销量 2,890 万辆，同比增长 4.9%；商用车销量 400 万辆，同比增长 3.3%。2024 年我国千人汽车保有量约为 251 辆/千人，与主要发达国家平均超过 500 辆/千人的水平相比具有较大差距，我国乘用车汽车市场仍具备较大的发展潜力。

综上，乘用车作为我国汽车市场的主要组成部分，市场空间充足且稳步增长，有利于塑料燃油箱行业的发展。

2.4、常压燃油箱市场空间充足，混合动力汽车推动高压燃油箱需求增长

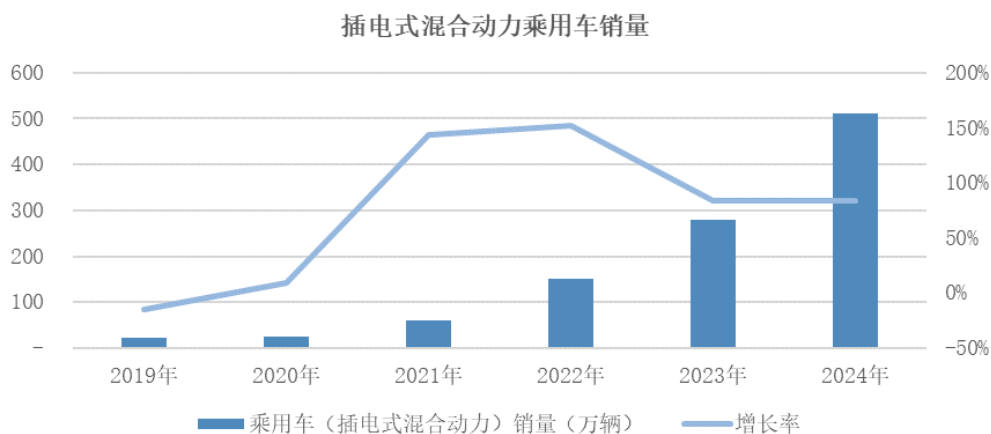
公司主要产品为塑料燃油箱，不涉及金属燃油箱。塑料燃油箱为燃油箱市场的主流产品。汽车塑料燃油箱总成可分为常压、高压两类，前者用于传统燃油汽车领域，后者用于新能源汽车领域中的插电式混合动力汽车（含增程式）。

常压塑料燃油箱主要应用于传统燃油乘用车。传统燃油汽车仍是汽车销量的主要组成部分，占比约 60%，市场空间充足。新能源汽车在续航里程、充电等配套设施、后续维修保养等方面仍需进行技术突破或完善，传统燃油车在行驶里程、技术成熟度、维修保养成本及便捷性等方面具有较为明显的优势，特别是我国幅员辽阔，对于充电桩、维修门店等基础配套设施尚不完善的地区消费者、存在长途需求的消费者而言，传统燃油车仍是目前汽车消费的首选。

常压塑料燃油箱作为传统燃油汽车的核心部件，目前仍然具有较大的市场份额与空间，随着我国消费潜力的持续释放，其存量市场空间相对稳定，且在我国汽车市场增长的情况下，仍具有一定的增长空间。

高压塑料燃油箱可以更好地控制燃油的蒸发，以达到排放标准，应用于插电式混合动力汽车。

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%，已成为新能源乘用车销量增长的重要动力。

图20：2022 年至 2024 年，我国插电式混合动力乘用车销量保持高速增长


资料来源：Wind、汽车工业协会、公司招股说明书

在我国汽车产业电动化转型的过程中，插电式混合动力汽车能够融合传统燃油汽车和纯电动汽车的主要优点，并克服两者的主要缺点，是当下汽车市场有效的过渡解决方案。基于插电式混合动力汽车在续航里程、燃油效率、经济性等方面的优势以及整车制造企业在混合动力汽车方面的布局、推广及新车型的陆续推出，插电式混合动力汽车的销量将持续增长，并推动高压塑料燃油箱市场需求的增长。

此外，基于高压塑料燃油箱在控制燃油蒸发方面的优秀表现，在未来汽车排放标准进一步提升的情况下，高压塑料燃油箱或者以高压塑料燃油箱为基础的改进型产品将成为满足排放标准的解决方案，从而将其应用范围扩大至传统燃油汽车，进一步扩大市场份额。

2.5、“国七”标准提上日程，燃油箱测试增加新内容

2025 年 7 月 10 日至 11 日，由中国汽车工程学会、武汉理工大学、东风汽车集团有限公司共同主办的第 11 届机动车环境保护与监控技术国际研讨会在襄阳召开，现场多位汽车界人士关注国七最新进展。

图21：会议以“赋能、绿色、监控”为年度主题设置多场专题研讨环节



资料来源：武汉理工大学汽车工程学院官网

全程参与国七标准研究与制定的襄阳达安汽车检测中心有限公司高级专家丁玲介绍，国七标准相比以往有较大的变化，可能在 2027 年发布，2029 年正式实施。

国七排放标准涉及轻型车和重型车，在最新的标准进展中，轻型车变动较大。在标准框架中，包括第四章污染物及温室气体排放控制要求，第九章企业平均排放管控要求，附录 H 中的扩展条件下污染物排放试验（VI 型试验），附录 K 中的非尾气细颗粒物排放试验（VIII 型试验），附录 M 中的燃用 LPG、NG、甲醇及其他替代燃料汽车的特殊要求，以及附录 Q 中的污染物及温室气体企业平均排放核算要求等都有较大的修改。

近年来，插混汽车、增程式汽车受到消费者广泛欢迎，市场销量增长迅速。国七标准也将这两类车辆的检测归入到混合动力汽车之中。

据中国汽车报记者报道，相比于国六，国七标准在多个方面增加了内容。其中，燃油箱系统压力测试也是新的要求，测试时要求对系统进行固定压力加压，FTIV（油箱隔离阀）不打开，燃油箱系统不泄压，测试方法主要是快速升温法、工况法。同时耐久性测试也增加了内容，新增关键部件老化、稳定确定耐久性系数的测试方法。

国七排放标准持续升级，叠加燃油箱技术要求逐步收紧，公司高压燃油箱产品有望充分承接政策红利，进一步打开市场空间。

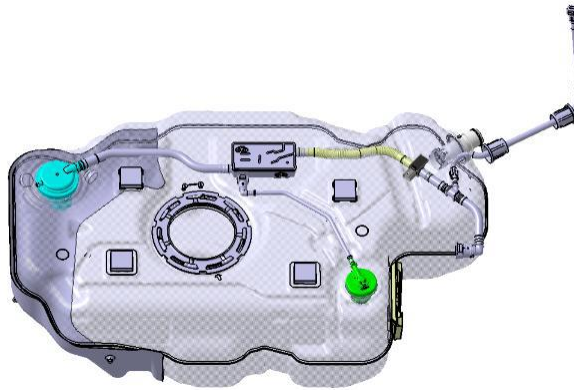
3、产品：燃油箱总成“小巨人”，2024 年营收归母双增长

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。

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。

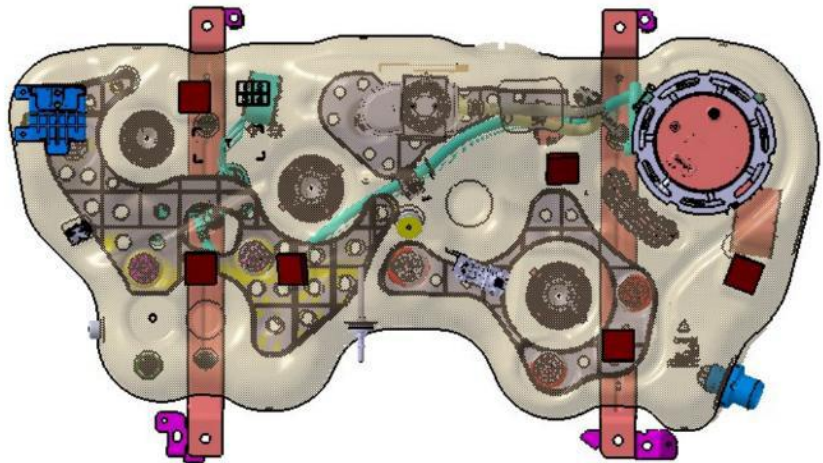
图22：常压塑料燃油箱总成具有重量轻、可塑性强、安全性高、耐腐蚀等特性



资料来源：公司招股说明书

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。

图23：高压塑料燃油箱总成用于新能源汽车中的插电式混合动力（含增程式）车型

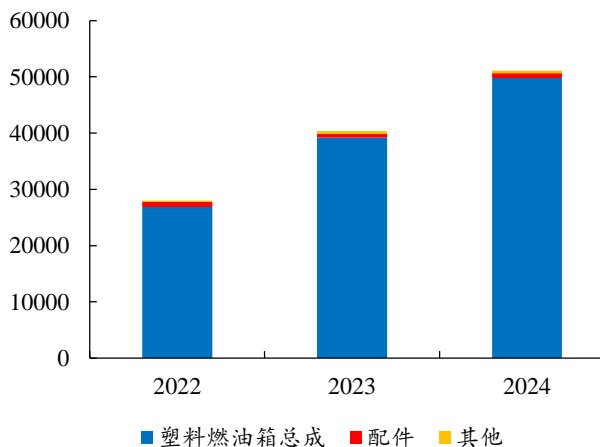


资料来源：公司招股说明书

2022-2024 年度，公司实现主营业务收入 28,004.12 万元、40,327.55 万元和 51,113.09 万元。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主营业务收入的主要来源，占比保持在 90% 以上。

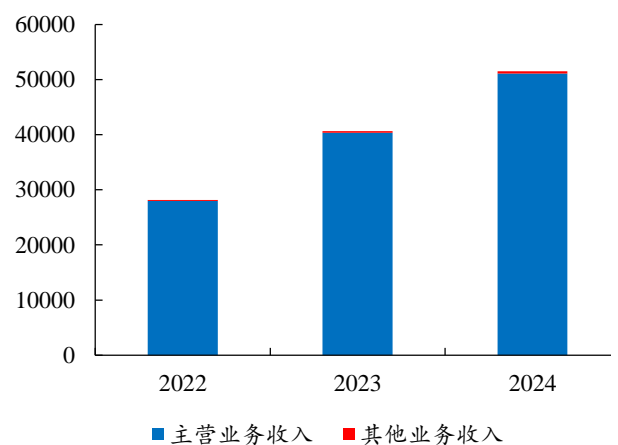
公司主营业务突出。2022-2024 年度，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.47%、99.31% 和 99.28%。其他业务收入规模较小，主要来源于原材料和废旧物资的销售。

图24：公司塑料燃油箱总成占比保持在 90% 以上(万元)



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

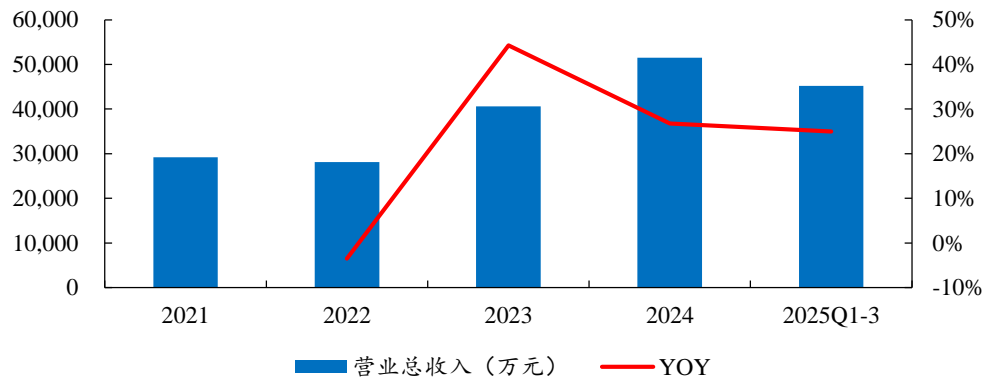
图25：2022-2024 年度，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.47%、99.31% 和 99.28% (万元)



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

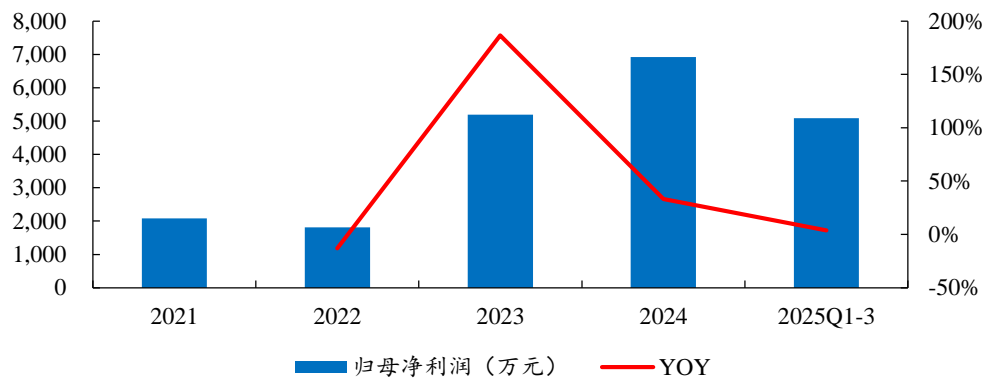
3.1、财务：2024 年营收归母双增，2025Q1-3 营收同比上升 24.98%

2022-2024 年度，公司实现营业总收入 28,152.44 万元、40,608.12 万元、51,485.89 万元。2025Q1-3，公司实现营收 45,205.59 万元，同比上升 24.98%。

图26：2025Q1-3 公司营业收入同比上升 24.98%


数据来源：Wind、开源证券研究所

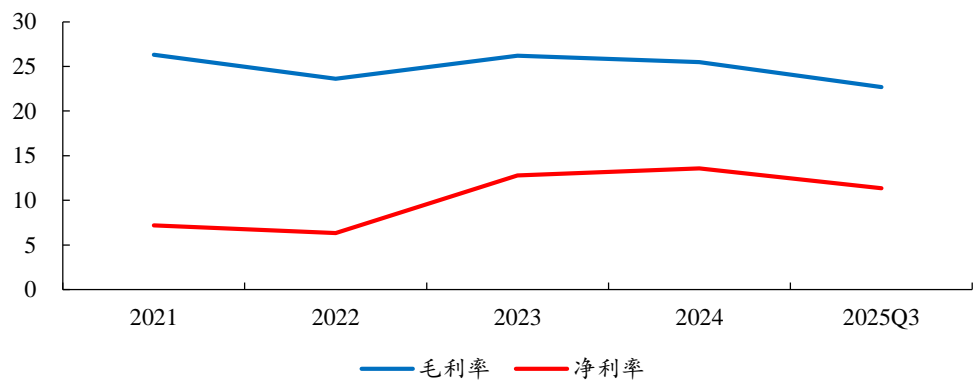
2022-2024 年度，公司实现归母净利润 1,811.59 万元、5,193.26 万元、6,923.95 万元。2025Q1-3，公司实现归母净利润 5,090.00 万元，同比上升 3.83%。

图27：2025Q1-3 公司实现归母净利润 5,090 万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司毛利率分别为 23.62%、26.19%、25.48%，除 2022 年相对较低外，2023 年、2024 年毛利率基本一致。公司净利率分别为 6.31%、12.80%、13.59%，呈上升态势。

2025Q3，公司毛利率与净利率分别为 22.68%和 11.35%。

图28：公司综合毛利率基本平稳，毛利率受原材料和产品结构及年降影响（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司主营业务毛利率分别为 23.56%、26.07%和 25.56%。公司主营业务毛利率变化主要受塑料燃油箱总成产品毛利率波动影响。公司塑料燃油箱总成毛利率分别为 23.51%、25.84%和 25.70%，2023 年、2024 年毛利率基本一致。2022 年度毛利率相对较低，主要原因为：

(1) 主要原材料价格上涨因素。2022 年，受上游化工原料价格上涨影响，公司 2022 年采购的主要原材料高密度聚乙烯均价由 8.99 元/千克上涨至 10.58 元/千克，使得公司主要产品塑料燃油箱总成的直接材料成本有所增加；(2) 受年降政策影响以及销售返利影响，部分既有型号塑料燃油箱总成价格有所下降，其毛利率相应下降；(3) 收入结构因素。2022 年奇瑞汽车收入占比有所提升，其塑料燃油箱毛利率由于年降及原材料成本增加因素相对较低。

表12：公司主营业务毛利率变化主要受塑料燃油箱总成产品毛利率波动影响

| 项目 | 2022 年度 | | 2023 年度 | | 2024 年度 | |
|-------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 毛利率 (%) | 主营收入占比 (%) | 毛利率 (%) | 主营收入占比 (%) | 毛利率 (%) | 主营收入占比 (%) |
| 塑料燃油箱总成 | 23.51 | 95.95 | 25.84 | 97.29 | 25.70 | 97.44 |
| 配件 | 16.50 | 3.14 | 8.60 | 1.46 | 2.13 | 1.66 |
| 其他 | 52.95 | 0.90 | 64.83 | 1.25 | 53.13 | 0.90 |
| 主营业务 | 23.56 | 100.00 | 26.07 | 100.00 | 25.56 | 100.00 |

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司主要产品塑料燃油箱总成平均单价及变动情况如下表示。

表13：公司主要产品塑料燃油箱总成平均单价及变动情况（元）

| 产品名称 | 2022 年度 | 2023 年度 | | 2024 年度 | |
|---------|---------|---------|-------|---------|--------|
| | 平均单价 | 平均单价 | 变动率 | 平均单价 | 变动率 |
| 塑料燃油箱总成 | 440.70 | 453.12 | 2.82% | 443.38 | -2.15% |

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

4、估值对比：可比公司 PE TTM 均值 52.52X

公司主要面向整车制造企业进行销售，主要产品具有轻量化、低排放、抗静电、低噪音、安全性高等特点，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。公司于 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。公司积极进行生产工艺、生产设备的升级改造，提升生产线的自动化水平，提高生产效率和质量管控水平，“车用环保油箱数字化车间”被河北省工业和信息化厅认定为河北省数字化车间。

募投项目将进一步增加公司高压塑料燃油箱产能，有利于公司顺应新能源汽车快速发展趋势，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。同时，公司通过子公司九昌新能源重点布局氢能业务，有望打开第二增长曲线。

公司客户结构高度集中于头部自主品牌，吉利汽车、奇瑞汽车分别为公司第一、第二大客户。根据公司问询回复披露数据，2024 年公司供应的常压燃油箱，在吉利传统燃油汽车销量中的占比达 32%，供应的高压塑料燃油箱，在吉利插电式混合动力汽车销量中的占比更高达 35.91%；对奇瑞汽车，公司供应的常压燃油箱在奇瑞传统燃油汽车销量中的占比为 20.46%，同样是其燃油箱核心供应商之一。

基于 2024 年公司燃油箱产品在吉利、奇瑞两大客户中渗透率，我们对公司营业收入进行测算，预计 2025-2027 年公司营收分别为 6.54/7.74/8.66 亿元。

我们看好公司发展潜力，产能端：公司募投项目稳步推进，塑料燃油箱产能将实现逐步扩张，为后续业务增长提供产能支撑；需求端：一方面，下游国产自主品牌汽车销量持续增长，将带动公司传统燃油箱需求稳步提升；另一方面，国内插电式混合动力汽车渗透率快速提升，公司高压塑料燃油箱业务有望持续放量，进一步打开增长空间。具体营收及毛利率拆分如下表所示。

表14：世昌股份营收拆分（百万元）

| 产品 | 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | | 281.52 | 406.08 | 514.86 | 654.33 | 773.85 | 865.54 |
| 塑料燃油箱总成 | 营业收入 | 268.71 | 392.36 | 498.06 | 635.10 | 751.73 | 839.95 |
| | YOY | - | 46.02% | 26.94% | 27.51% | 18.36% | 11.74% |
| | 毛利率 | 23.51 | 25.84 | 25.7 | 24.40% | 23.60% | 22.70% |
| 配件及耗材等 | 营业收入 | 8.8 | 5.89 | 8.47 | 9.32 | 10.25 | 11.27 |
| | YOY | - | -33.07% | 43.80% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 16.5 | 8.6 | 2.13 | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 其他主营业务 | 营业收入 | 2.53 | 5.02 | 4.6 | 5.06 | 5.57 | 6.12 |
| | YOY | - | 98.42% | -8.37% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 52.95 | 64.83 | 53.13 | 50.00% | 51.00% | 50.50% |
| 其他业务 | 营业收入 | 1.48 | 2.81 | 3.73 | 4.85 | 6.30 | 8.19 |
| | YOY | - | 89.86% | 32.74% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| | 毛利率 | 21.53 | 10.95 | 14.85 | 15.00% | 15.00% | 15.00% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.73/0.87/0.93 亿元，对应 EPS

分别为 1.22/1.44/1.54 元/股，对应 PE 为 24.0/20.3/19.0X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表15：可比公司 PE TTM 均值为 52.52X

| 公司名称 | 股票代码 | 收盘价 | 市值（亿元） | PE TTM | EPS | | | PE | | |
|------|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 亚普股份 | 603013.SH | 21.72 | 111.34 | 20.49 | 1.11 | 1.24 | 1.40 | 19.59 | 17.51 | 15.50 |
| 川环科技 | 300547.SZ | 32.33 | 70.13 | 36.48 | 1.08 | 1.39 | 1.72 | 29.97 | 23.27 | 18.81 |
| 骏创科技 | 920533.BJ | 27.58 | 36.06 | 134.06 | 0.52 | 0.68 | 0.89 | 53.52 | 40.59 | 30.88 |
| 三祥科技 | 920195.BJ | 19.80 | 19.41 | 19.06 | 1.00 | 1.21 | 1.34 | 19.80 | 16.36 | 14.78 |
| 均值 | | 25.36 | 59.23 | 52.52 | 0.93 | 1.13 | 1.34 | 30.72 | 24.43 | 19.99 |
| 世昌股份 | 920022.BJ | 29.21 | 17.62 | 24.78 | 1.22 | 1.44 | 1.54 | 24.01 | 20.33 | 19.01 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：世昌股份、三祥科技盈利预测取自开源证券研究所；其余可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测；数据截至 20251203）

5、风险提示

新业务拓展风险、客户集中度较高风险、毛利率下滑风险

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 340 | 331 | 605 | 657 | 799 |
| 现金 | 28 | 34 | 239 | 262 | 353 |
| 应收票据及应收账款 | 223 | 218 | 256 | 291 | 315 |
| 其他应收款 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 预付账款 | 1 | 4 | 3 | 6 | 4 |
| 存货 | 40 | 45 | 79 | 69 | 98 |
| 其他流动资产 | 49 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 非流动资产 | 104 | 118 | 162 | 218 | 188 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 71 | 77 | 108 | 152 | 143 |
| 无形资产 | 17 | 18 | 19 | 20 | 22 |
| 其他非流动资产 | 15 | 23 | 35 | 46 | 23 |
| 资产总计 | 445 | 449 | 767 | 876 | 987 |
| 流动负债 | 266 | 219 | 267 | 289 | 309 |
| 短期借款 | 65 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 应付票据及应付账款 | 165 | 170 | 226 | 248 | 268 |
| 其他流动负债 | 35 | 30 | 21 | 22 | 22 |
| 非流动负债 | 14 | 6 | 7 | 7 | 6 |
| 长期借款 | 7 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| 其他非流动负债 | 7 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 负债合计 | 280 | 226 | 274 | 296 | 315 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 股本 | 42 | 42 | 60 | 60 | 60 |
| 资本公积 | 57 | 58 | 236 | 236 | 236 |
| 留存收益 | 65 | 122 | 180 | 250 | 324 |
| 归属母公司股东权益 | 164 | 222 | 492 | 578 | 671 |
| 负债和股东权益 | 445 | 449 | 767 | 876 | 987 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -37 | 49 | 79 | 105 | 94 |
| 净利润 | 52 | 70 | 73 | 87 | 93 |
| 折旧摊销 | 14 | 17 | 17 | 26 | 33 |
| 财务费用 | 2 | 2 | 1 | -0 | -1 |
| 投资损失 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -112 | -45 | -16 | -11 | -34 |
| 其他经营现金流 | 5 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 投资活动现金流 | -16 | -10 | -62 | -82 | -3 |
| 资本支出 | 20 | 10 | 62 | 82 | 2 |
| 长期投资 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 筹资活动现金流 | 57 | -28 | 188 | 1 | -0 |
| 短期借款 | -14 | -45 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 7 | -5 | 0 | 0 | -1 |
| 普通股增加 | 2 | 0 | 18 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 12 | 1 | 179 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 50 | 22 | -10 | 0 | 1 |
| 现金净增加额 | 4 | 11 | 205 | 23 | 91 |

| 利润表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 406 | 515 | 654 | 774 | 866 |
| 营业成本 | 301 | 384 | 496 | 592 | 670 |
| 营业税金及附加 | 3 | 2 | 4 | 4 | 5 |
| 营业费用 | 11 | 13 | 18 | 20 | 23 |
| 管理费用 | 18 | 21 | 31 | 33 | 36 |
| 研发费用 | 16 | 19 | 24 | 29 | 31 |
| 财务费用 | 2 | 2 | 1 | -0 | -1 |
| 资产减值损失 | -2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 7 | 10 | 6 | 7 | 7 |
| 公允价值变动收益 | -0 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 投资净收益 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 57 | 82 | 83 | 98 | 105 |
| 营业外收入 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 58 | 82 | 83 | 98 | 105 |
| 所得税 | 6 | 12 | 10 | 11 | 13 |
| 净利润 | 52 | 70 | 73 | 87 | 93 |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 0 | -0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 52 | 69 | 73 | 87 | 93 |
| EBITDA | 73 | 99 | 99 | 120 | 134 |
| EPS(元) | 0.86 | 1.15 | 1.22 | 1.44 | 1.54 |

| 主要财务比率 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 44.2 | 26.8 | 27.1 | 18.3 | 11.8 |
| 营业利润(%) | 180.8 | 42.2 | 1.7 | 17.9 | 7.6 |
| 归属于母公司净利润(%) | 186.7 | 33.3 | 6.0 | 18.1 | 7.0 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 26.0 | 25.5 | 24.2 | 23.5 | 22.6 |
| 净利率(%) | 12.8 | 13.4 | 11.2 | 11.2 | 10.7 |
| ROE(%) | 31.5 | 31.4 | 14.9 | 14.9 | 13.8 |
| ROIC(%) | 20.8 | 27.5 | 14.0 | 13.9 | 12.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 62.9 | 50.3 | 35.7 | 33.8 | 31.9 |
| 净负债比率(%) | 38.2 | -0.3 | -43.3 | -40.8 | -48.9 |
| 流动比率 | 1.3 | 1.5 | 2.3 | 2.3 | 2.6 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.3 | 2.0 | 2.0 | 2.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.0 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 2.7 | 2.8 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 应付账款周转率 | 3.7 | 3.6 | 8.8 | 0.0 | 0.0 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.86 | 1.15 | 1.22 | 1.44 | 1.54 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.62 | 0.81 | 1.31 | 1.74 | 1.56 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.73 | 3.67 | 8.15 | 9.59 | 11.12 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 33.9 | 25.4 | 24.0 | 20.3 | 19.0 |
| P/B | 10.7 | 8.0 | 3.6 | 3.0 | 2.6 |
| EV/EBITDA | 24.9 | 17.8 | 15.7 | 12.7 | 10.7 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

33 / 35

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|----------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn