

## 瑞立科密 (001285.SZ)

## 买入 (首次评级)

### 商用车主动安全领先者，迎量价齐升高景气周期

#### 股票信息

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,760	1,977	2,307	2,896	3,911
增长率 yoy (%)	32.8	12.3	16.7	25.5	35.0
归母净利润 (百万元)	236	269	333	434	596
增长率 yoy (%)	143.3	14.1	23.9	30.3	37.1
ROE (%)	16.5	15.9	8.6	10.0	12.1
EPS 最新摊薄 (元)	1.31	1.49	1.85	2.41	3.31
P/E (倍)	46.5	40.7	32.9	25.2	18.4
P/B (倍)	7.7	6.5	2.8	2.5	2.2

行业	汽车
2026年01月22日收盘价(元)	60.86
总市值(百万元)	10,965.64
流通市值(百万元)	2,472.33
总股本(百万股)	180.18
流通股本(百万股)	40.62
近3月日均成交额(百万元)	239.40

资料来源: Wind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

#### ● 商用车底盘智能化龙头，加速线控制动到智能驾驶一体化布局。

**1) 主动安全产品序列完善:** 公司是国内少数具备汽车主动安全系统正向开发能力的企业，公司深耕商用车市场并积极扩展至乘用车与摩托车等新兴市场，已形成电控 (ABS/ESC/EPB/ECAS) → 线控 (EBS/EHB) → 智驾系统 (AEBS) 的产品序列。**2) 公司产品盈利性强:** 公司商用车电控制动龙头地位保障高盈利能力，2025 年前三季度毛利率/归母净利率分别为 27.9%/14.2%。随着商用车行业回暖及产品结构优化，2022-2024 年公司营收/归母净利润 CAGR 达 22%/67%，2025 年前三季度营收/归母净利润分别为 16.68 亿/2.37 亿，同比分别+22%/+36%。

#### ● 政策助力+行业升级，商用车主动安全系统迎量价齐升机遇。

**1) ESC、EBS、AEBS 强装扩围，商用车主动安全市场迎百亿增量:** 多项新规规定 2026 年营运客车、营运货车、营运牵引车及部分危货车需装配 ESC 及 AEBS，营运牵引车与挂车、部分危货车需装配 EBS；2028 年总质量≤3.5 吨轻型载货汽车标配 AEB。结合强装落地及行业智能化升级，展望 2028 年公司所覆盖商用车主动安全系统市场规模有望达到约 125 亿，其中主要驱动力 EBS/AEBS 市场规模约 36 亿/41 亿 (三年 CAGR 达 73%/88%)。**2) 线控引领，进军商用车智能驾驶:** 公司自主开发的线控制动气压 EBS 已量产，更前沿的线控制动电子机械制动系统 EMB 已研发立项。基于底层线控制动技术，公司在业内首次将环境感知、决策算法、线控制动融合为一体并通过法规标准测试，目前公司自动紧急制动系统 AEBS 已覆盖的商用车客户包括厦门金龙、三一集团和东风集团等。综合行业高增大势与公司在商用车底盘电控领域的龙头地位，公司业务将驶入快车道。

#### ● 两轮车安全迈入主动智能阶段，公司成长天花板进一步打开。

**1) 国内摩托车 ABS 装配下探至主流排量:** 工信部《摩托车和轻便摩托车制动性能要求及试验方法》(征求意见稿) 提出，发动机排量 > 150mL 两轮摩托车需装配 ABS，125mL < 发动机排量 ≤ 150mL 两轮摩托车需装配 ABS/CBS，海外多国针对主流排量也陆续出台 ABS 强装政策。**2) 两轮车或为下一个主动安全潜力市场:** 2024 年我国排量 > 125mL 燃油摩托车销量约为 735 万台，摩托车 ABS 市场广阔，同时 ABS 作为智能安全核心配置亦开始在中高端电动两轮车中逐步渗透。公司液压 ABS 已配套春风动力、钱江摩托等客户，有望享行业初期高增长红利。

**● 投资建议:** 中期看，2026-2028 年商用车主动安全强装政策有望带动公司 EBS/AEBS 等高附加值产品快速放量。长期看，公司作为商用车底盘电控领军企业将充分受益于商用车电动智能化发展，进军乘用车&两轮车市场将打开公司成长天花板。我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入为 23.1/29.0/39.1 亿元，对应归母净利润为 3.3/4.3/6.0 亿元，以当前收盘价计算 PE 为 32.9/25.2/18.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**● 风险提示:** 产品研发与技术迭代升级风险；商用车新能源渗透不及预期风险；产品单价下降幅度超预期风险；关键原材料供应风险；下游汽车行业波动的风险



分析师 陈逸同

SAC: S1070522110001

邮箱: chenytong@cgws.com



分析师 金瑞

SAC: S1070525070001

邮箱: jinrui@cgws.com

#### 相关研究

## 内容目录

1. 瑞立科密：线控制动到智能驾驶的一体化布局 .....	4
1.1 公司主动安全产品序列完善，电控制动纵向开发能力强 .....	4
1.2 气压电控产品毛利水平高，2022 年后业绩进入快速增长期 .....	7
2. 政策助力+行业升级，商用车主动安全系统迎量价齐升机遇 .....	9
2.1 市场空间：我国商用车主动安全品类有望迎百亿级市场规模 .....	9
2.2 电控制动系统快速迭代，气压线控 EBS 有望加速渗透 .....	11
2.3 AEBS 政策强推，公司进军商用车智驾新蓝海 .....	16
2.4 公司 EPB、ECAS 均已实现进口替代，商用车智能化助力产品放量 .....	17
2.4.1 气压 EPB——商用车驻车制动电子化升级方向 .....	17
2.4.2 气压空悬 ECAS——拥抱商用车高端智能化新赛道 .....	18
3. 两轮车安全迈入主动智能阶段，打开公司成长天花板 .....	20
3.1 液电控制动多领域横向拓展，机动车主动安全覆盖全面 .....	20
3.2 摩托车强装新规+电动两轮车智能化驱动，公司享行业高速增长红利 .....	22
4. 财务预测及估值 .....	24
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	4
图表 2: 公司股权结构 (截至 2025.09.30) .....	4
图表 3: 公司主要业务布局 .....	5
图表 4: 公司各项业务收入情况 (万元) .....	5
图表 5: 公司下游客户 (部分) .....	6
图表 6: 公司配套商用车行车制动产品销量及市占率情况 .....	6
图表 7: 2022-2024 年公司分业务毛利率 .....	7
图表 8: 2022-2024 年公司机动车主动安全系统分产品毛利率 .....	7
图表 9: 2020-2025 前三季度公司净利率、费用率及毛利率 .....	7
图表 10: 2020-2025 前三季度公司期间费用率 .....	7
图表 11: 2020-2025 前三季度公司收入情况 .....	8
图表 12: 2020-2025 前三季度公司净利润情况 .....	8
图表 13: 2025 年多项新规关于营运车辆 ESC、EBS、AEBS 等部件的配置要求变化 (此处仅列示配置范围发生变化的部件) .....	9
图表 14: 2025 年新规后营运车辆 ABS、ESC、EBS 强制配置范围 .....	9
图表 15: 国内强制标配 AEBS 系统商用车车型变化 .....	10
图表 16: 公司商用车主动安全系统产品国内市场空间测算 .....	10
图表 17: 公司气压电控制动系统产品布局 .....	11
图表 18: 2022-2024 年公司气压电控制动收入 .....	11
图表 19: 2021-24H1 公司气压 ABS/ESC/EBS 收入 (万元) .....	11
图表 20: 公司核心技术 .....	12

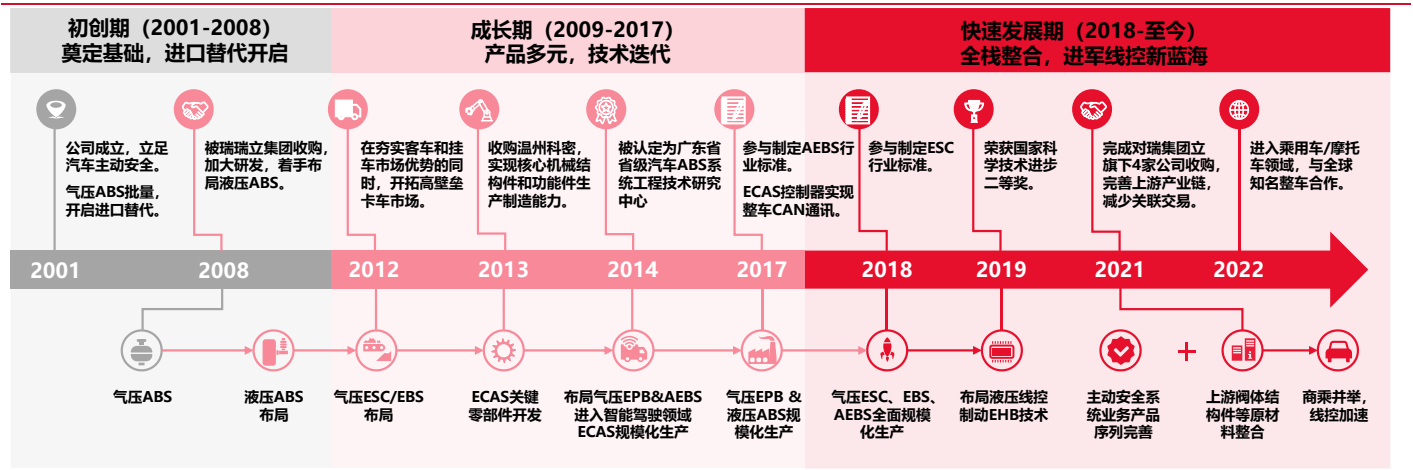
图表 21: 2022-2024 年公司成套气压电控制动销量 .....	13
图表 22: 2021-24H1 公司气压 ABS/ESC/EBS 成套销量 (万套) .....	13
图表 23: 2021-2024 年公司气压 ABS/ESC/EBS 成套销售均价 (元) .....	13
图表 24: 2021-2024 年公司气压 ABS/ESC/EBS 成套毛利率 .....	14
图表 25: 线控制动系统运行原理及公司气压 EBS 系统构成 .....	14
图表 26: 我国商用车气压 EBS 市场规模预测 .....	15
图表 27: 无人驾驶商用车不同场景落地现状 .....	16
图表 28: 我国商用车 AEBS 市场规模预测 .....	16
图表 29: 公司 AEBS 系统产品构成 .....	17
图表 30: 公司 EPB 关键部件 .....	18
图表 31: 公司 ECAS 系统中主要零部件在整车中的分布位置 .....	18
图表 32: 2022-2024 年公司成套 ECAS 收入 .....	19
图表 33: 2022-2024 年公司成套 ECAS 毛利率 .....	19
图表 34: 2022-2024 年成套 ECAS 销量 .....	19
图表 35: 2022-2024 年成套 ECAS 销售均价及单位成本 .....	19
图表 36: 公司液压 ABS/ESC 应用领域以及在乘用车和摩托车的安装位置 .....	20
图表 37: 2022-2024 年公司液压电控制动收入 .....	20
图表 38: 2021-24H1 公司液压 ABS/ESC 收入 (万元) .....	20
图表 39: 2022-2024 年公司成套液压电控制动销量 .....	21
图表 40: 2021-2023 年公司液压 ABS/ESC 成套销量 (万套) .....	21
图表 41: 2021-2024 年公司液压 ABS/ESC 成套销售均价 (元) .....	21
图表 42: 2021-24H1 公司液压 ABS 分车型收入 (万元) .....	21
图表 43: 2022-24H1 公司液压 ESC 分车型收入 (万元) .....	21
图表 44: 2021-2024 年公司液压 ABS/ESC 成套毛利率 .....	22
图表 45: 2021-24H1 公司液压电控制动分车型毛利率 .....	22
图表 46: 《摩托车和轻便摩托车制动性能要求及试验方法》(2025 年征求意见稿) 对于防抱死制动系统的规定 .....	22
图表 47: 2023-2024 年我国主要排量燃油摩托车销售情况 (辆) .....	22
图表 48: 中国国内两轮电动车销量及预测 (万辆) .....	23
图表 49: 电动两轮车购车价格及智能化认知价格 .....	23
图表 50: 瑞立科密 2023-2027 年盈利预测表 .....	25
图表 51: 公司与可比公司估值对照 (数据截至 2026.01.22) .....	25

# 1. 瑞立科密：线控制动到智能驾驶的一体化布局

## 1.1 公司主动安全产品序列完善，电控制动纵向开发能力强

瑞立科密是国内商用车主动安全系统领域领军企业。广州瑞立科密汽车电子股份有限公司成立于 2001 年，主营业务为机动车主动安全系统和铝合金精密压铸件的研发、生产和销售以及技术服务。公司是国内少数具备汽车制动防抱死系统 (ABS)、电子稳定控制系统 (ESC)、电子制动控制系统 (EBS)、电子驻车制动系统 (EPB)、电控空气悬架系统 (ECAS) 等主动安全系统正向开发能力的企业，核心产品已涵盖气压制动/液压制动、电控制动/线控制动等主流技术路线，广泛应用于商用车、乘用车及摩托车的制动安全等领域。公司的控股股东为瑞立集团 (持股 48.12%)，张晓平、池淑萍、张佳睿为共同实际控制人 (合计持股 53.08%)。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表2：公司股权结构 (截至 2025.09.30)



资料来源：公司招股说明书、2025年三季报、长城证券产业金融研究院

**机动车主动安全产品线丰富，气压电控制动系统是公司主要收入来源。**公司机动车主动安全系统产品包括电控制动系统(包括 ABS、ESC、EBS、EPB)、电控空气悬架系统(ECAS)和智能驾驶产品三个系列。公司铝合金精密压铸件业务主要生产销售覆盖汽车动力系统、转向系统和空调压缩机系统的高品质、轻量化铝合金压铸件。电控制动系统是公司主营业务收入的主要组成部分，2022-2024 年，公司气压电控制动系统营收分别为 5.62 亿/8.43 亿/8.90 亿元（营收占比 43.27%/48.81%/45.89%），液压电控制动系统营收分别为 1.82 亿/2.43 亿/3.51 亿元（营收占比 13.99%/14.08%/18.09%）。

**图表3：公司主要业务布局**

产品	构成	主要适用场景
<b>一、机动车主动安全系统</b>		
气压电控制动系统	气压 ABS 控制器：ABS 控制器 执行器：ABS 电磁阀 传感器：轮速传感器	中重型商用车
	气压 ESC 控制器：ESC 控制器 执行器：ABS 电磁阀、AEBS 阀 传感器：轮速传感器、压力传感器、横摆率传感器、转向角传感器	
	气压 EBS 控制器：EBS 控制器 执行器：ABS 电磁阀、前桥单通道 EBS 电磁阀、后桥双通道 EBS 电磁阀、制动信号发生器 传感器：转向角传感器、横摆率传感器、轮速传感器	
	气压 EPB 控制器（传感器）+执行器：EPB 模块 EPB 开关	
液压电控制动系统	液压 ABS 液压 ESC	轻型商用车、乘用车、摩托车
电控空气悬架系统	ECAS 控制器：ECAS 控制器 执行器：ECAS 电磁阀 传感器：高度传感器、压力传感器	商用车
智能驾驶	AEBS AEBS 控制器、毫米波雷达、视觉传感器	商用车
<b>二、铝合金精密压铸件</b>		
汽车动力/转向/空调压缩机系统压铸件	铝合金压铸毛坯+精密机加工	乘用车、商用车
<b>三、技术服务</b>		
主动安全系统软件匹配、标定服务	针对客户车型开发软件程序、调试控制参数	

资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

**图表4：公司各项业务收入情况（万元）**

项目	2022 年度		2023 年度		2024 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
气压电控制动系统	56,180	43%	84,283	49%	89,010	46%
其中：						
气压 ABS	33,785		38,050			
气压 ESC	12,105		23,447			
气压 EBS	4,894		13,844			
液压电控制动系统	18,168	14%	24,318	14%	35,082	18%
其中：						
液压 ABS	17,369		20,925			
液压 ESC	300		2,707			
ECAS	3,808	3%	9,661	6%	11,375	6%
智能驾驶产品	1,078	1%	2,124	1%	2,931	2%
其他辅助主动安全汽车零部件	17,155	13%	21,859	13%	21,603	11%
<b>小计</b>	<b>96,388</b>	<b>74%</b>	<b>142,245</b>	<b>82%</b>	<b>160,001</b>	<b>82%</b>
铝合金精密压铸件	32,528	25%	28,987	17%	31,432	16%
技术服务	909	1%	1,454	1%	2,523	1%
<b>合计</b>	<b>129,825</b>	<b>100%</b>	<b>172,686</b>	<b>100%</b>	<b>193,957</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司招股说明书、公司关于上市问询函回复 20250221、公司关于上市问询函回复 20240809、长城证券产业金融研究院

公司商用车电控制动产品市占率领先，客户资源丰富。根据中汽协统计，2021-2023年，公司气压电控制动系统产品市场占有率均排名行业第一位，2014-2023年公司ABS产品的产销量连续10年排名行业第一位。2022-2024年我国商用车批发销量分别为330.05万/403.10万/387.30万辆，公司商用车ABS、ESC、EBS产品（中重型&部分轻型配套气压、部分轻型配套液压）合计境内销售分别约79.21万/95.60万/108.13万套，假设一辆商用车配置一套行车制动系统，公司ABS、ESC、EBS产品在商用车领域的市场份额分别为24.00%/23.72%/27.92%，稳居行业领先地位<sup>1</sup>。

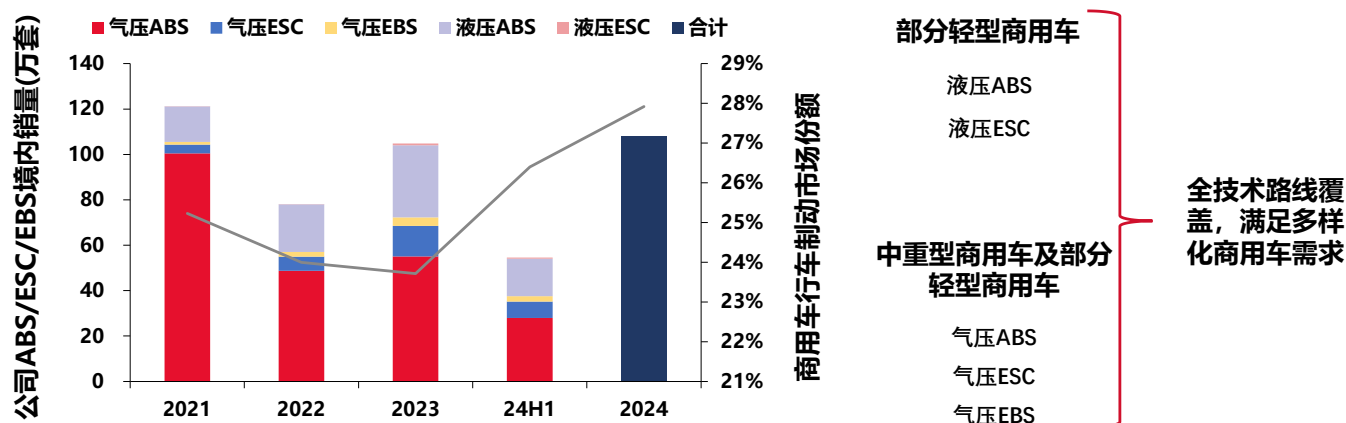
公司机动车主动安全系统业务主要面向商用车客户，截至招股书披露日，公司产品已覆盖一汽解放、中国重汽、东风集团、北汽福田、陕汽集团、金龙客车、中通客车、中集车辆、奇瑞、吉利、春风动力、钱江摩托等一众国内主流龙头整车企业，并出口欧美等国家和地区。公司铝合金精密压铸件业务主要客户包括三电、萨来力、博世、采埃孚、思迈、耐世特、奔驰、福特、比亚迪等全球知名Tier1及主机厂<sup>2</sup>。

图表5：公司下游客户（部分）



资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表6：公司配套商用车行车制动产品销量及市占率情况



资料来源：公司招股说明书、公司关于上市问询函回复20240809、公司关于上市问询函回复20250221、长城证券产业金融研究院

注：市场份额 = (当年公司气压及液压ABS、ESC、EBS销量总计) / 当年我国商用车批发销量

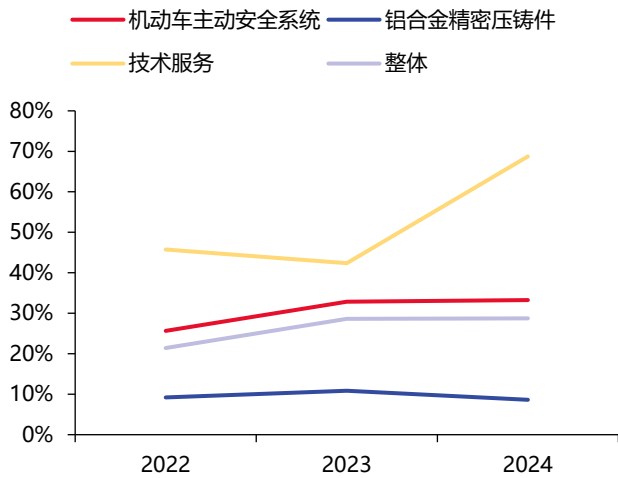
<sup>1</sup> 资料来源：公司招股说明书

<sup>2</sup> 资料来源：公司招股说明书

## 1.2 气压电控产品毛利水平高，2022年后业绩进入快速增长期

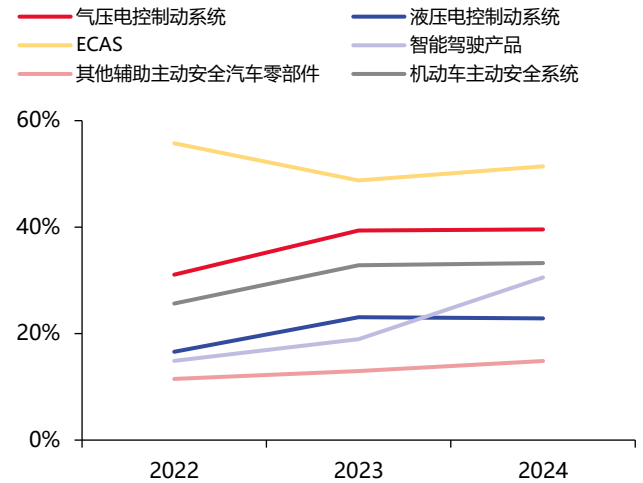
**高壁垒产品+好格局驱动公司高盈利。**2025年前三季度公司归母净利率为14.2%。**1) 毛利率：**公司在商用车电控制动行业处于领先地位，议价能力较强，毛利率水平高。2021-2022年铝、铜等金属原材料价格大幅上涨，以芯片为主的电子元器件采购价格持续增长，叠加2022年下游商用车行业低迷，公司毛利率持续承压。随着高盈利性的电控新品占比提升及下游行业回暖，公司毛利率同步回升企稳。2025年前三季度公司毛利率为27.9%；**2) 费用率：**公司费用端管控能力强，近年公司期间费用率趋稳，2025年前三季度公司费用率为11.2%。

图表7：2022-2024年公司分业务毛利率



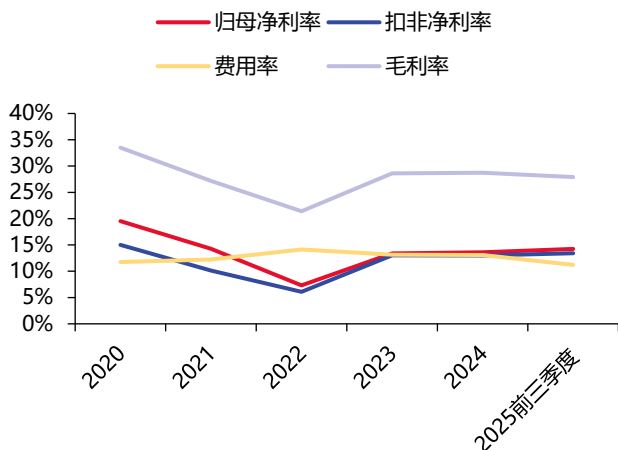
资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表8：2022-2024年公司机动车主动安全系统分产品毛利率



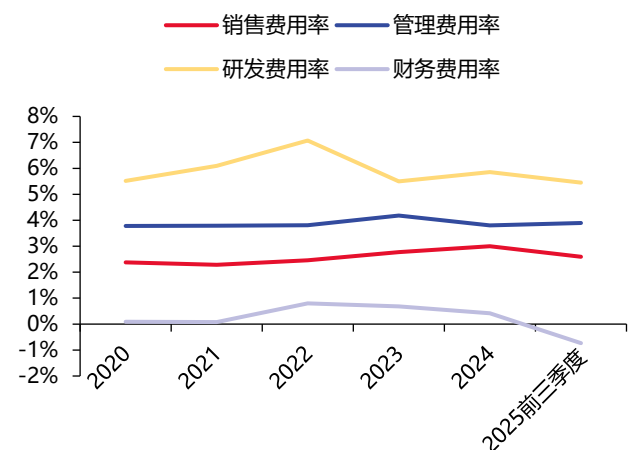
资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表9：2020-2025前三季度公司净利率、费用率及毛利率



资料来源：Wind、公司招股说明书、2025年三季报、长城证券产业金融研究院

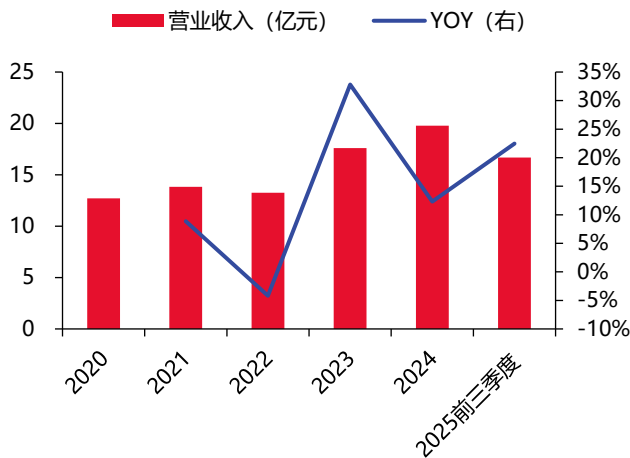
图表10：2020-2025前三季度公司期间费用率



资料来源：Wind、公司招股说明书、2025年三季报、长城证券产业金融研究院

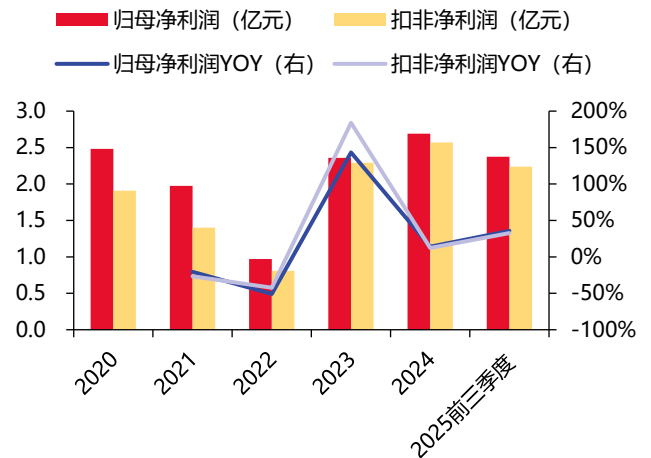
**新产品、新领域拓展顺利，公司进入快速发展期。**2022 年公司业绩大幅下滑主要受下游主要应用领域商用车市场下行周期影响所致（2022 年国内商用车批发销量同比下滑 31%）。随着商用车市场回暖及公司在新产品（如 ECAS 等）、新应用领域（如摩托车、乘用车等市场）的开拓逐步取得成效，公司营业收入从 2022 年的 13.26 亿元增长至 2024 年的 19.77 亿元（CAGR 达 22%），2025 年前三季度实现营收 16.68 亿元（同比增长 22%）；归母净利润由 2022 年的 9696 万元提升至 2024 年的 2.69 亿元（CAGR 达 67%），2025 年前三季度实现归母净利润 2.37 亿元（同比增长 36%）。

图表11: 2020-2025 前三季度公司收入情况



资料来源: Wind、公司招股说明书、2025 年三季报、长城证券产业金融研究院

图表12: 2020-2025 前三季度公司净利润情况



资料来源: Wind、公司招股说明书、2025 年三季报、长城证券产业金融研究院

## 2. 政策助力+行业升级,商用车主动安全系统迎量价齐升机遇

### 2.1 市场空间:我国商用车主动安全品类有望迎百亿级市场规模

多项新规推出,ESC、EBS、AEBS等主动安全系统强装扩围。

2025年4月14日,交通运输部发布5项交通运输行业标准第1号修改单的公告。新规后的营运车辆中:1)营运客车、载货汽车、牵引车与挂车、危货车辆均需装配ABS;2)营运客车、载货汽车、牵引车、危险货物运输半挂牵引车及总质量大于或等于3500kg的危险货物运输货车需装配ESC;3)牵引车与挂车、危险货物运输半挂牵引车/半挂车及总质量大于或等于12000kg的危险货物运输货车需装配EBS;4)营运客车、载货汽车、营运牵引车、危险货物运输半挂牵引车及总质量大于或等于3500kg的危险货物运输货车需装配AEBS。2026年1月14日新认证车型开始实施新规。

2025年11月4日,工信部公示《轻型汽车自动紧急制动系统技术要求及试验方法》强制性国家标准(报批稿),新规要求新生产M1类乘用车和N1类轻型载货汽车(总质量≤3500kg)标配AEB,计划于2028年1月1日开始实施。

图表13: 2025年多项新规关于营运车辆ESC、EBS、AEBS等部件的配置要求变化(此处仅列示配置范围发生变化的部件)

文件名称	适用范围	核心配置零部件要求修改		实施时间
		原配置车型	现配置车型	
《营运客车安全技术条件》(JT/T 1094-2016)行业标准第1号修改单	M <sub>2</sub> 类、M <sub>3</sub> 类中的B级和III级营运客车,不适用于校车	自动紧急制动系统(AEBS)和车道偏离报警功能	车长大于9m的营运客车	营运客车
《营运货车安全技术条件第1部分:载货汽车》(JT/T 1178.1-2018)行业标准第1号修改单	N <sub>1</sub> 类、N <sub>2</sub> 类和N <sub>3</sub> 类载货汽车,不适用于牵引货车和半挂牵引车	电子稳定性控制系统(ESC)	总质量大于或等于12000kg且最高车速大于90km/h的载货汽车	载货汽车
		自动紧急制动系统(AEBS)	总质量大于或等于12000kg且最高车速大于90km/h的载货汽车	载货汽车
		车道偏离报警功能	总质量大于18000kg且最高车速大于90km/h的载货汽车	载货汽车
《营运货车安全技术条件第2部分:牵引车辆与挂车》(JT/T 1178.2-2019)行业标准第1号修改单	牵引车辆与挂车	电子制动系统(EBS)	最高车速大于或等于90km/h的牵引车辆与挂车	牵引车辆与挂车
		自动紧急制动系统(AEBS)	最高车速大于或等于90km/h的牵引车辆	牵引车辆
《危险货物道路运输营运车辆安全技术条件》(JT/T 1285-2020)行业标准第1号修改单	删除原“不适用于用途为爆炸品现场制造的移动式爆炸品制造单元”,适用范围扩展至所有危险货物道路运输营运车辆	电子稳定性控制系统(ESC)	危险货物运输半挂牵引车及总质量大于或等于12000kg的危险货物运输货车	危险货物运输半挂牵引车及总质量大于或等于3500kg的危险货物运输货车
		自动紧急制动系统(AEBS)	总质量大于或等于12000kg的危险货物运输货车	危险货物运输半挂牵引车及总质量大于或等于3500kg的危险货物运输货车

资料来源:交通运输部、国标委、长城证券产业金融研究院

注:修改单于2025年4月14日发布

图表14: 2025年新规后营运车辆ABS、ESC、EBS强制配置范围

	营运客车	营运载货汽车	营运牵引车与挂车	危险货物道路运输营运车辆
ABS	全部	全部	全部	危险货物运输货车、危险货物运输半挂车
ESC	全部	总质量大于或等于12000kg且最高车速大于90km/h的载货汽车	牵引车	危险货物运输半挂牵引车及总质量大于或等于12000kg的危险货物运输货车
EBS	/	/	最高车速大于或等于90km/h的牵引车辆与挂车	危险货物运输半挂牵引车、半挂车及总质量大于或等于12000kg的危险货物运输货车

资料来源:交通运输部、国标委、长城证券产业金融研究院

图表15: 国内强制标配 AEBS 系统商用车车型变化

AEBS 强装范围变化	2025	2026.1.14 开始	2028.1.1 开始
<b>国内非营运车辆:</b>			
皮卡			√
微卡			√
轻卡 (总质量≤3.5 吨)			√
中卡			
重卡 (不含牵引车)			
牵引车			
客车			
<b>国内营运车辆:</b>			
皮卡		√	√
微卡		√	√
轻卡		√	√
中卡		√	√
重卡 (不含牵引车)	总质量大于或等于 12000kg 且最高车速大于 90km/h 的载货汽车	√	√
牵引车	最高车速大于或等于 90km/h 的牵引车辆	√	√
客车	车长大于 9m 的营运客车	√	√

资料来源: 交通运输部、工信部、长城证券产业金融研究院

**2025-2028 年我国商用车主动安全市场规模 CAGR 约为 40%, EBS/AEBS/EPB/ECAS 为主要驱动力。**结合政策强装落地及行业智能化升级, 我们测算, 我国商用车主动安全系统产品市场规模有望从 2025 年的 46 亿元增长至 2028 年的 125 亿元(CAGR 约为 40%), 其中 EBS/AEBS/EPB/ECAS 年复合增速分别达 73%/88%/56%/59%。公司商用车主动安全系统产品序列覆盖全面且市场地位领先, 公司业务有望乘行业东风驶入快车道。

图表16: 公司商用车主动安全系统产品国内市场空间测算

		2025E	2026E	2027E	2028E	GAGR
<b>商用车批发销量 (万辆)</b>		430	459	484	510	5.9%
<b>挂车销量 (万辆)</b>		38	40	42	43	3.7%
<b>EBS</b>	EBS 总配套量 (万套)	28	54	130	161	
	单价 (元)	2500	2425	2350	2250	
	EBS 市场规模 (亿元)	7	13	31	36	72.6%
<b>ESC</b>	ESC 总配套量 (万套)	85	154	162	190	
	单价 (元)	1357	1252	1105	1046	
	ESC 市场规模 (亿元)	12	19	18	20	19.6%
<b>ABS</b>	ABS 总配套量 (万套)	355	292	234	202	
	单价 (元)	439	408	385	374	
	ABS 市场规模 (亿元)	16	12	9	8	-21.4%
<b>AEBS</b>	AEBS 总配套量 (万套)	41	106	175	357	
	单价 (元)	1500	1350	1250	1150	
	AEBS 市场规模 (亿元)	6	14	22	41	87.6%
<b>EPB</b>	EPB 总配套量 (万套)	50	95	147	205	
	单价 (元)	600	580	570	550	
	EPB 市场规模 (亿元)	3	5	8	11	55.9%
<b>ECAS</b>	ECAS 总配套量 (万套)	18	30	48	79	
	单价 (元)	1300	1300	1261	1200	
	ECAS 市场规模 (亿元)	2	4	6	9	59.3%
<b>总市场规模 (亿元)</b>		<b>46</b>	<b>68</b>	<b>94</b>	<b>125</b>	<b>40.0%</b>

资料来源: 中汽协、交通运输部、工信部、国标委、方得网、卡车之家、公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

注: 根据公司产品划分口径, EBS 集成了 ESC 与 ABS 功能, ESC 集成了 ABS 功能

重要假设: 1) 2028 年商用车内销新能源渗透率达 45%; 2) 2028 年 EBS/ESC/ABS 在商用车及挂车中渗透率达 29%/34%/37%, 2028 年 AEBS/EPB/ECAS 在商用车中渗透率达 70%/40%/15%; 3) 产品单价随着市场竞争加剧有一定幅度下降

风险提示: 产品市场规模受商用车新能源渗透率影响具有不确定性; 产品单价下降幅度超预期风险

## 2.2 电控制动系统快速迭代，气压线控 EBS 有望加速渗透

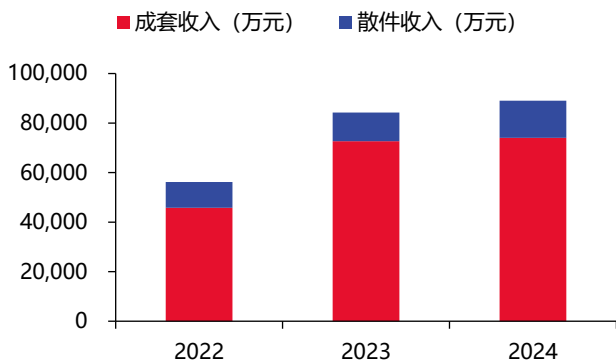
公司气压电控制动产品线覆盖完整，ABS→ESC→EBS 升级趋势显著。公司气压电控制动系统产品包括制动防抱死装置 (ABS)、电子稳定控制系统 (ESC)、(EBS)、驻车电控制动系统 (EPB)。其中 ABS、ESC 和 EBS 属于行车电控制动系统产品；EPB 属于驻车电控制动系统产品。公司气压电控制动产品主要应用于中重型商用车，2024 年气压电控制动业务实现营收 8.90 亿元，24H1 气压 ABS/ESC/EBS 分别实现营收 1.84 亿/1.15 亿/0.78 亿元，收入占气压电控制动业务比例分别为 43%/27%/18%。

图表17：公司气压电控制动系统产品布局



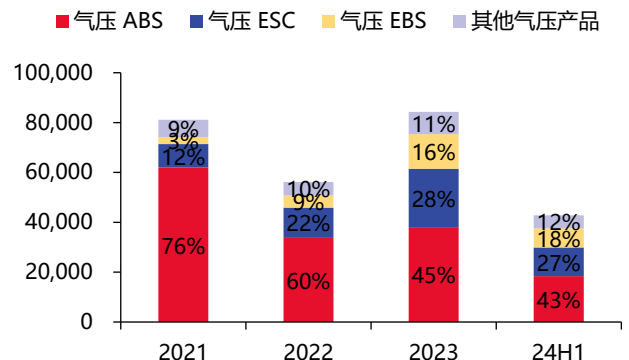
资料来源：公司招股说明书、公司官网、长城证券产业金融研究院

图表18：2022-2024 年公司气压电控制动收入



资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表19：2021-24H1 公司气压 ABS/ESC/EBS 收入 (万元)



资料来源：公司关于上市问询函回复 20250221、长城证券产业金融研究院

**公司自主掌握核心电控技术，为产品开发提供有力保障。**公司具备主动安全系统正向开发能力，攻破了机电耦合制动力动态协调防抱死控制技术、高安全多级异构冗余分布式系统架构控制技术、全工况多参数智能融合制动控制技术、快速可靠的车辆参数配置自识别技术、高精度分段调节控制技术与响应快、高灵敏的双阀芯气压线控电磁阀等核心技术，成功开发出具有完全自主知识产权的机动车主动安全系统，并实现了电子控制单元 (ECU)、执行器和传感器等核心电控制动部件的自主技术开发及核心工艺的自主生产。

图表20: 公司核心技术

序号	核心技术名称	技术来源	技术保护措施	应用产品	所处阶段
1	机电耦合制动力动态协调防抱死控制技术	自主研发	2项专利保护, 6项软件著作权保护	气压电控制动系统、智能驾驶产品	批量生产
2	高安全多级异构冗余分布式系统架构控制技术	自主研发	3项专利保护, 1项软件著作权保护	气压电控制动系统、智能驾驶产品	批量生产
3	全工况多参数智能融合制动控制技术	自主研发	1项专利保护, 2项软件著作权保护	气压电控制动系统、智能驾驶产品	批量生产
4	快速可靠的车辆参数配置自识别技术	自主研发	1项专利保护, 1项软件著作权保护	气压电控制动系统、智能驾驶产品	批量生产
5	响应快、高灵敏的双阀芯气压线控电磁阀与高精度分段调节控制技术	自主研发	3项专利保护	气压电控制动系统、智能驾驶产品	批量生产
6	回馈制动、摩擦制动双向补偿精密协调控制技术	自主研发	1项专利保护, 1项软件著作权保护	气压电控制动系统	批量生产
7	高精度动态载荷识别技术及减速度控制技术	自主研发	2项专利保护, 2项软件著作权保护	气压电控制动系统	批量生产
8	高精度、高可靠的方向转角和车辆惯性传感技术和多参数复合介入车身稳定控制技术	自主研发	2项专利保护, 3项软件著作权保护	气压电控制动系统	批量生产
9	基于双边稳态的驻车制动力记忆维持技术	自主研发	3项专利保护, 1项软件著作权保护	气压电控制动系统	批量生产
10	基于图像中毫米波追踪的惯性分解与轮边速度深度耦合的多传感器目标融合技术	自主研发	1项专利保护, 1项软件著作权保护	智能驾驶产品	批量生产
11	气压 ABS 电磁阀关键特性质量保证技术	自主研发	2项专利保护	气压电控制动系统	批量生产
12	液压 ABS 电磁阀关键质量控制技术	自主研发	2项专利保护	液压电控制动系统	批量生产
13	基于快速预测无超调控制算法的电磁阀工作行程精密调节技术	自主研发	1项专利保护	液压电控制动系统	批量生产
14	基于高强度自支撑 V 形密封结构的柱塞泵高效率回油技术	自主研发	2项专利保护	液压电控制动系统	批量生产
15	基于普通电磁阀开关驱动实现自适应线性液压控制技术	自主研发	2项专利保护, 2项软件著作权保护	液压电控制动系统	批量生产
16	EPB 控制技术	自主研发	2项专利保护, 2项软件著作权保护	液压电控制动系统	批量生产
17	基于神经网络和模糊算法的多参数融合控制技术	自主研发	1项专利保护	ECAS	批量生产
18	基于多传感器融合与弯道路况识别的空气悬架高度控制技术	自主研发	1项专利保护	ECAS	批量生产
19	压铸模具与工艺设计的计算机模拟应用技术	自主研发	4项专利保护	铝合金精密压铸件	批量生产
20	压铸模具综合温控岛应用技术	自主研发	1项专利保护	铝合金精密压铸件	批量生产
21	特殊工艺表面后处理技术应用	自主研发	1项专利保护	铝合金精密压铸件	批量生产
22	图像对比自动检测的漏加工防错	自主研发	2项专利保护	铝合金精密压铸件	批量生产

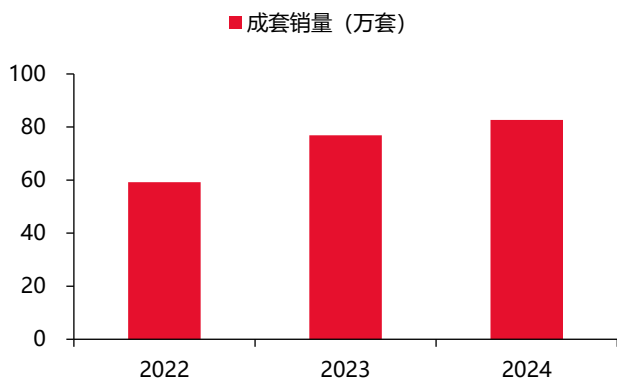
资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

### 公司气压 ESC、EBS 抬升均价，气压电控制动系统整体毛利率高。

2024 年公司气压电控制动系统主要配套的中重卡市场发展平稳，气压电控制动系统成套销售数量 82.65 万套（同比增加 7.49%）。2023 年成套均价大幅提升至 945.11 元，主要系公司技术水平和集成化程度更高的气压 ESC 和气压 EBS 销售占比提升（销售价格明显高于气压 ABS），以及海外市场销售规模扩大（海外大型整车客户的采购规模较大、采购价格较高）。2024 年成套均价下降至 895.55 元，主要系气压 ESC 和气压 EBS 在市场深入推广后销售价格有所下降。

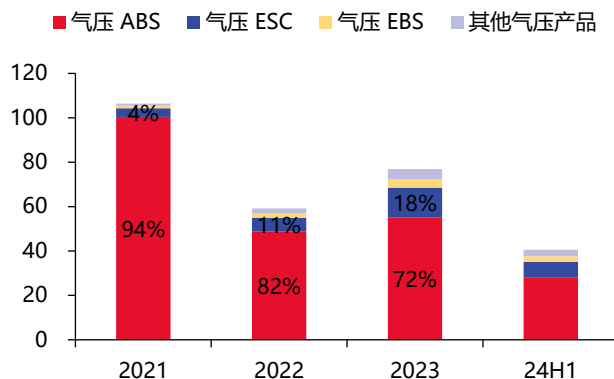
公司气压电控制动业务毛利率水平高，公司机动车主动安全系统业务相关的 ECU、执行器和传感器等核心零配件均为自主生产，非核心零配件则借助大量采购降低成本。受益于产品升级及下游商用车行业回暖，2023 年公司气压电控制动系统毛利率为 39.35%，同比提升 8.28 个百分点，2024 年毛利率同比提升 0.22 个百分点。

图表21: 2022-2024 年公司成套气压电控制动销量



资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

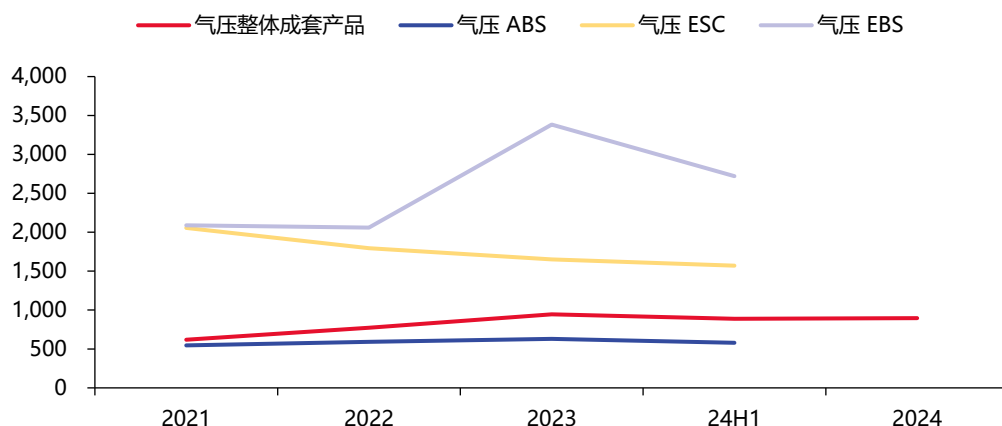
图表22: 2021-24H1 公司气压 ABS/ESC/EBS 成套销量 (万套)



资料来源: 公司关于上市问询函回复 20250221、公司关于上市问询函回复 20240809、长城证券产业金融研究院

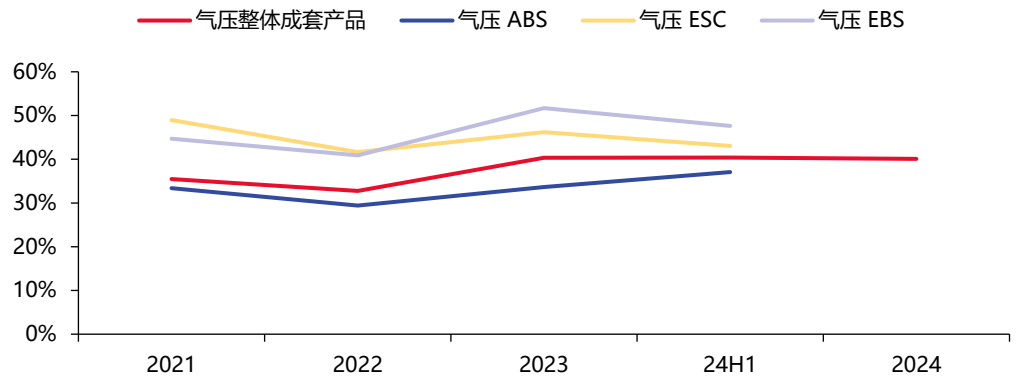
注: 24H1 气压 ABS 数据为估算

图表23: 2021-2024 年公司气压 ABS/ESC/EBS 成套销售均价 (元)



资料来源: 公司招股说明书、公司关于上市问询函回复 20250221、长城证券产业金融研究院

图表24: 2021-2024 年公司气压 ABS/ESC/EBS 成套毛利率



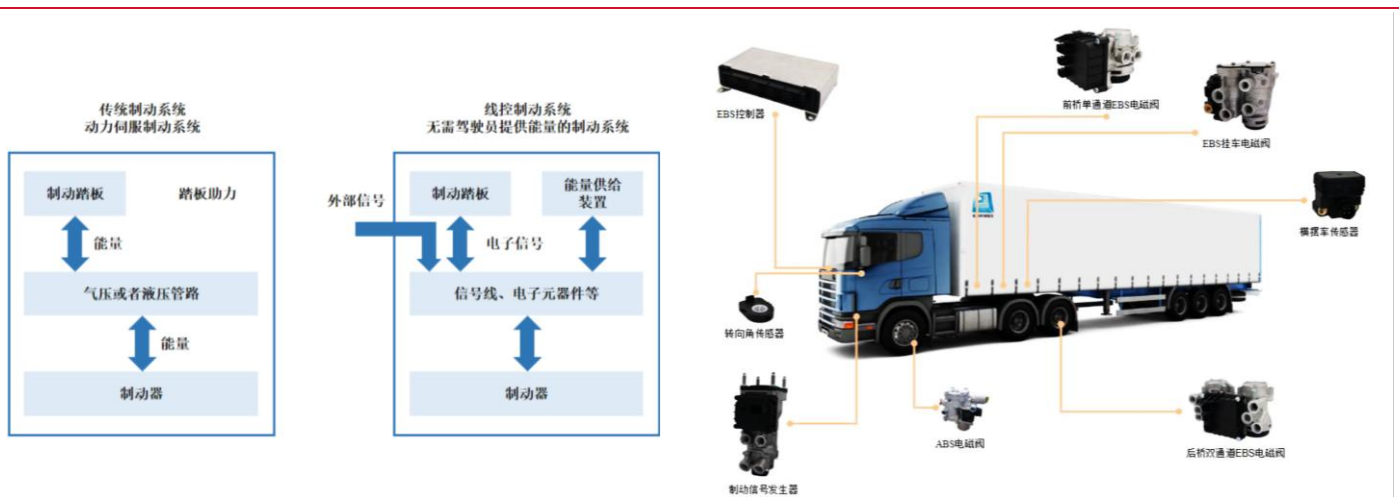
资料来源: 公司招股说明书、公司关于上市问询函回复 20250221、长城证券产业金融研究院

**线控制动 EBS 强标首次大范围落地, 公司具备市场先发优势。**

线控制动是一种以电子方式控制刹车的系统, 切断了踏板和制动系统本身之间的物理联系, 用精确的电子传感器和电子执行元件代替传统的机械系统。相较传统制动, 线控制动具有以下优点: 1) 线控制动增加了电子控制回路与高精度传感设备, 刹车反应时间缩短; 2) 线控制动能够为新能源汽车的能量回馈提供技术支撑和安全保障, 从而使得制动能量转化为电能, 实现能量回收, 提升电动汽车电池的利用效率; 3) 线控制动可配置多重冗余机制, 提高安全性能, 可以更好地适配 L3+级的自动驾驶方案。

相较乘用车领域, 商用车市场线控制动渗透率较低, 随着智能驾驶渗透率提升和商用车 EBS 国家强制性标准的落地, 2028 年商用车 EBS 市场规模有望达 36 亿。公司自主开发的商用车线控制动路线的代表产品气压 EBS 已实现批量生产, 并在北汽福田、陕汽集团、厦门金龙和三一集团等国内知名整车厂商定点配套, 气压 EBS 销量由 2021 年 1.15 万套增加至 2023 年的 3.72 万套 (CAGR 达 79.86%)<sup>3</sup>。公司更前沿的线控制动电子机械制动系统 (EMB) 也已研发立项, 提前进行市场布局和技术储备<sup>4</sup>。

图表25: 线控制动系统运行原理及公司气压 EBS 系统构成



资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

<sup>3</sup> 资料来源: 公司招股说明书、公司关于上市问询函回复 20250221

<sup>4</sup> 资料来源: 公司招股说明书

**图表26: 我国商用车气压 EBS 市场规模预测**

	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>预计 EBS 总配置量 (万套)</b>	28	54	130	161
其中: 当年国内强装覆盖销量 (万辆)	15	26	79	81
<b>单价 (元)</b>	2500	2425	2350	2250
<b>市场规模 (亿元)</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>31</b>	<b>36</b>

资料来源: 中汽协、交通运输部、工信部、国标委、方得网、卡车之家、公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

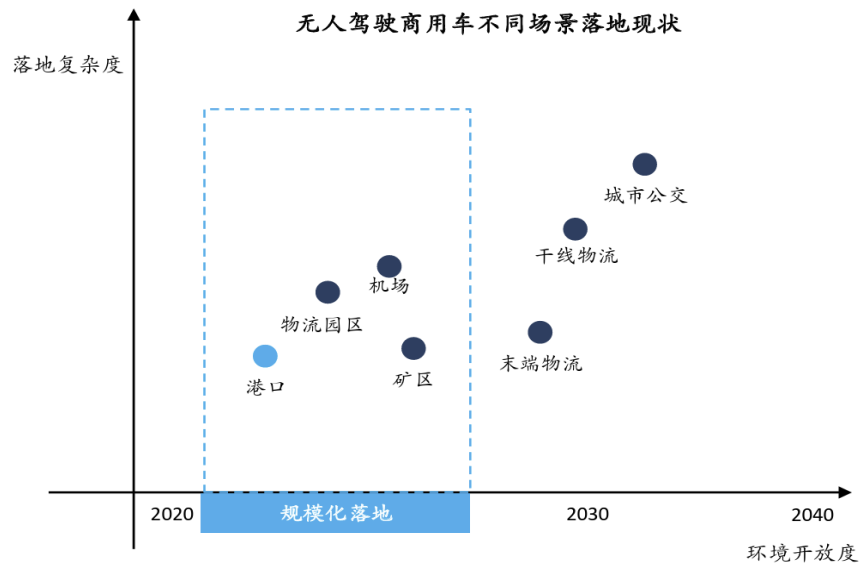
重要假设: 1) 2028 年商用车销量 510 万辆, 其中内销新能源渗透率达 45%; 挂车销量 43 万辆; 2) 2028 年 EBS 在商用车及挂车中渗透率达 29%; 3) 产品单价随着市场竞争加剧有一定幅度下降

风险提示: 产品市场规模受商用车新能源渗透率影响具有不确定性; 产品单价下降幅度超预期风险

### 2.3 AEBS 政策强推，公司进军商用车智驾新蓝海

**安全性+经济性需求迫切，智能驾驶在商用车短期内落地性更强。**商用车智能驾驶拥有矿山、港口、机场等具备单一化、低速化、封闭化、无人化特征的应用场景，较乘用车受法规、技术、场景复杂度等限制更小，智能驾驶的应用可帮助企业降低人力成本、保障人身安全。同时，针对商用车重要下游之一的物流运输行业（长途驾驶占比高、驾驶员易疲劳、路况复杂多变），智能辅助驾驶可有效降低驾驶强度、提升安全性等。根据高工智能汽车数据，2024年中国市场（不含进出口）商用车 ADAS（含 FCW/AEB/LDW）前装搭载率为 18.35%。

图表27：无人驾驶商用车不同场景落地现状



资料来源：沙利文研究（2024年7月）、长城证券产业金融研究院

**AEBS 是智能驾驶中的关键主动安全功能，当前商用车 AEBS 处于行业爆发前夕。**自动紧急制动系统（AEBS）是一种具备预警和主动防撞功能的先进汽车主动安全系统，能够在车辆遇到突发危险情况或与前车及行人距离小于安全距离时主动进行刹车，避免或减少追尾等碰撞事故的发生，从而提高行车安全性。当前商用车 AEBS 系统市场渗透率较低，在强装政策及新能源商用车技术升级的双重驱动下，2028年商用车 AEBS 市场有望迎来约 41 亿的市场规模（对应渗透率 70%）。

图表28：我国商用车 AEBS 市场规模预测

	2025E	2026E	2027E	2028E
预计 AEBS 总配置量 (万套)	41	106	175	357
其中：当年国内强装覆盖销量 (万辆)	28	77	118	306
商用车批发销量 (万辆)	430	459	484	510
AEBS 渗透率	10%	23%	36%	70%
AEBS 单价 (元)	1500	1350	1250	1150
AEBS 市场规模 (亿元)	6	14	22	41

资料来源：中汽协、交通运输部、工信部、国标委、方得网、卡车之家、公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

重要假设：1) 2028年商用车内销新能源渗透率达 45%；2) 2028年 AEBS 在商用车中渗透率达 70%；3) 产品单价随着市场竞争加剧有一定幅度下降

风险提示：产品市场规模受商用车新能源渗透率影响具有不确定性；产品单价下降幅度超预期风险

公司基于底层线控制动技术，前瞻布局商用车 AEBS 进军 ADAS 赛道。公司积极布局汽车 ADAS 等行业前沿领域，系行业内首家将环境感知、决策算法、线控制动融合为一体并通过法规标准（营运车辆自动紧急制动系统性能要求和测试规程 JJ/T1242-2019）测试的企业。公司的 AEBS 系统基于视觉、毫米波雷达和独有的线控制动系统所采用的融合技术和智能决策算法，可围绕终端客户的驾驶需求提供定制化的系统级辅助驾驶解决方案，可实现自动紧急制动（AEBS）、前向车辆碰撞预警（FCW）、前向行人碰撞预警（PCW）、车辆偏行预警（LDW）、前向车距监测预警（FDM）、盲区监测（BSD）等功能，并可根据客户需求扩展升级车道保持辅助（LKA）、自适应巡航控制（ACC）等 L2 级别的 ADAS 功能。截至公司招股说明书披露日，公司 AEBS 产品已覆盖的商用车客户包括厦门金龙、三一集团和东风集团等。

图表29：公司 AEBS 系统产品构成



资料来源：公司官网、长城证券产业金融研究院

## 2.4 公司 EPB、ECAS 均已实现进口替代，商用车智能化助力产品放量

### 2.4.1 气压 EPB——商用车驻车制动电子化升级方向

**EPB 是驻车制动系统电子化升级的重要方向，且满足行车制动安全冗余要求。** EPB 作为驻车电控制动系统，具有节省空间、响应快、智能化、安全系数高等优势，正在逐渐取代传统的机械式制动。具体来看，EPB 的优势在于：1) 取消了驻车制动手柄，为整车内饰造型设计提供了更大的发挥空间；2) 停车制动由一个按键替代了驾驶员用力拉提手柄动作，简单省力；3) 随着技术发展，在静态驻车基础上，还新增了自动驻车（AUTO HOLD）等辅助功能；4) 车辆行驶过程中，如遇紧急情况，可与电控制动系统协同作用，如若行车制动失效，可实现应急制动功能，从而提升行车安全性。

**商用车智能化助力 EPB 加速应用，公司气压 EPB 规模领先。** 公司是国内率先开发气压 EPB 的企业，也是国内商用车 EPB 市场保有量领先的企业，配套客户包括一汽解放、东风汽车、中国重汽、陕汽集团、北汽福田等主流主机厂。公司于 2015 年着手研发 EPB 系统，2016 年成功开发第一代 EPB 系统；2017 年完成小批量试产及市场化；2018 年第二代 EPB 系统研发成功并实现量产；2022 年第三代 IEPB 系统量产<sup>5</sup>。随着新能源商用车渗透率的提升以及智能化对安全冗余需求的增长，商用车 EPB 有望加速应用，公司作为国产先行者有望维持市场领先地位。

<sup>5</sup> 资料来源：公司公众号、汽车制动网

图表30: 公司 EPB 关键部件



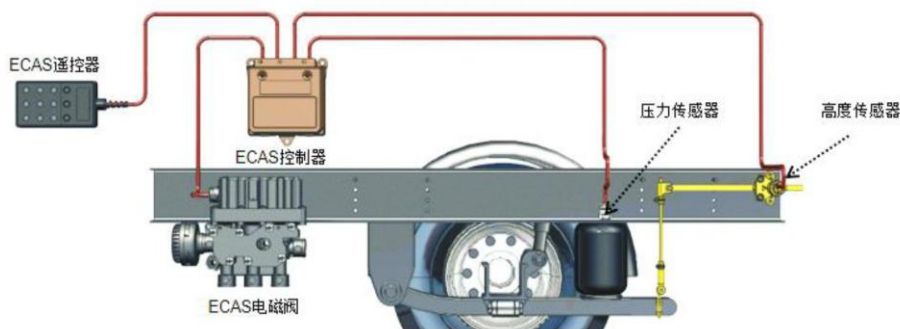
资料来源: 公司公众号、长城证券产业金融研究院

### 2.4.2 气压空悬 ECAS——拥抱商用车高端智能化新赛道

气压空气悬架是商用车重要舒适性配置之一。汽车悬架是汽车车身与车轮之间的连接装置，主要作用是传递车身与车轮之间的力矩，并且减少崎岖路面对车身的冲击、吸收由车轮运动产生的振动，保证汽车乘坐的舒适性以及减小货物运输的损耗。电子控制空气悬架系统（ECAS）装配了传感器、电子控制单元（ECU）和执行器，能够根据不同的车速、行驶状态、装载质量以及乘客人数的变化，对弹性元件的刚度、减振器的阻尼力以及车身的高度等项目自动地进行无级调节，大大提高了乘坐的舒适性和操纵的稳定性。中国有全球最大潜力的商用车市场，提升货物运输的经济效益、安全性和驾驶舒适度成为了重点关注领域，ECAS 是车辆配置升级、延长车辆生命周期的重点技术产品之一。

公司掌握 ECAS 核心控制、传感等能力，产品已成功实现进口替代。长期以来，国内商用车 ECAS 产品主要以采埃孚和克诺尔等外资企业为主导，公司是国内较早开始布局和研究商用车 ECAS 的本土企业之一，公司产品已实现对北汽福田、陕西重汽和一汽解放等商用车客户的配套<sup>6</sup>。公司逐步具备了 ECAS 电磁阀、高度传感器等关键零部件的设计与生产能力，成功开发出 ECAS 电子控制单元（ECU），并独立掌握 ECAS 控制策略及底层复杂驱动设计技术，拥有自主知识产权的源代码，具有对电控系统软件平台持续优化升级的能力。截至公司招股说明书披露日，公司已开发并实现量产第二代 ECAS 系统，ECAS 控制器可实现整车 CAN 通讯，产品性能和终端客户使用体验得到提升<sup>7</sup>。

图表31: 公司 ECAS 系统中主要零部件在整车中的分布位置



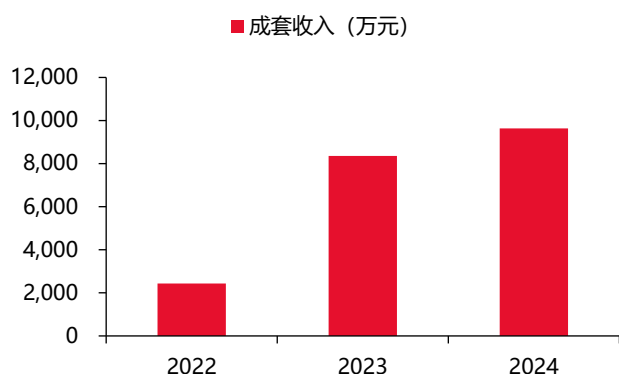
资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

<sup>6</sup> 资料来源: 公司招股说明书

<sup>7</sup> 资料来源: 公司招股说明书

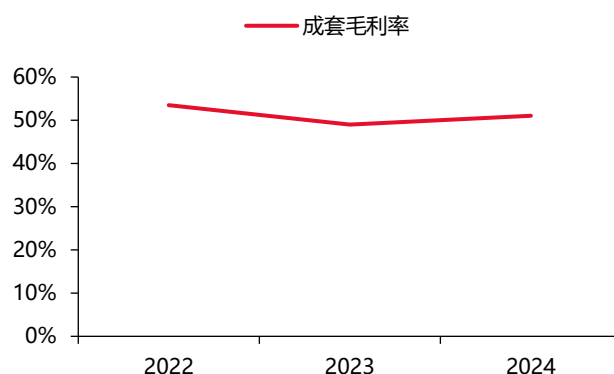
**公司 ECAS 产品加速放量, 毛利率水平高。**2022-2024 年公司成套 ECAS 产品销量从 2.11 万套增长至 7.31 万套, 销售均价从 1152.15 元提升至 1317.81 元, 收入从 0.24 亿元增长至 0.96 亿元, 毛利率受客户结构变动和产品型号差异影响在 50% 水平上下波动。

图表32: 2022-2024 年公司成套 ECAS 收入



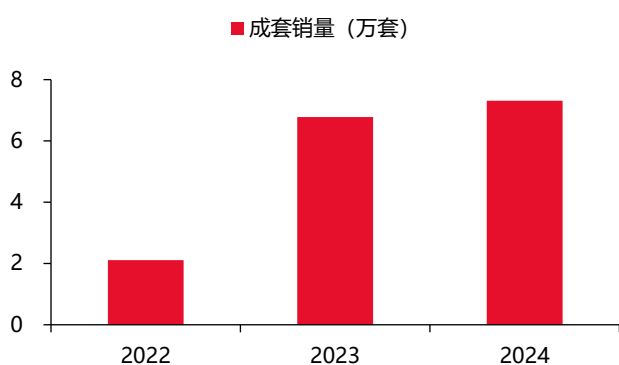
资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表33: 2022-2024 年公司成套 ECAS 毛利率



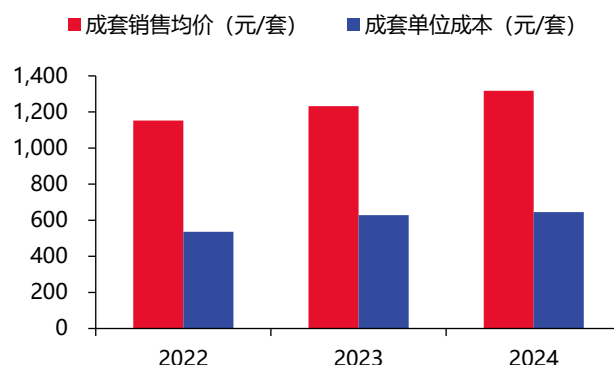
资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表34: 2022-2024 年成套 ECAS 销量



资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表35: 2022-2024 年成套 ECAS 销售均价及单位成本



资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

### 3. 两轮车安全迈入主动智能阶段，打开公司成长天花板

#### 3.1 液电控制制动多领域横向拓展，机动车主动安全覆盖全面

依托大规模生产经验+电控核心技术积累，公司实现液电控制制动多领域配套。公司依托自身在商用车规模化配套以及 ECU 生产工艺方面积累的技术和产业化经验，逐步加强在液电控制制动系统领域的业务布局，公司已具备液电控制制动系统软件程序和硬件全产业链研发和生产制造能力。公司液电控制制动系统包括液压 ABS 和液压 ESC，主要应用于吨位较轻的商用车、乘用车和摩托车领域，客户包括奇瑞、吉利、零跑、春风动力、钱江摩托等乘用车和摩托车客户，同时对海外大型整车厂客户进行了规模化配套。针对液电控制制动市场，公司于 2022 年推出了 Two-Box 方案的液压 EHB 产品并已实现小批量装车，One-Box 方案产品已对接乘用车意向客户<sup>8</sup>。

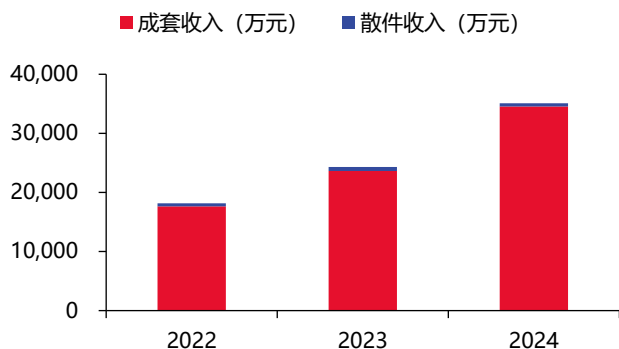
图表36：公司液压 ABS/ESC 应用领域以及在乘用车和摩托车的安装位置



资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

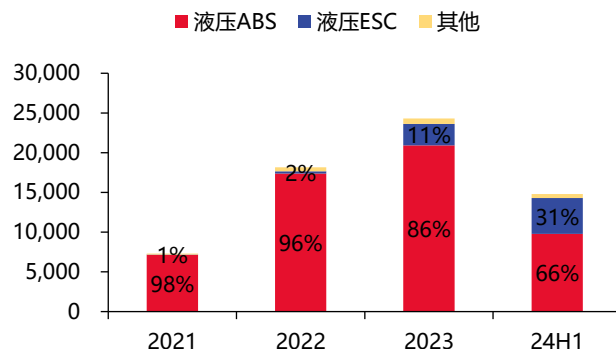
近年公司液电控制制动业务量价齐升。公司液电控制制动产品仍以液压 ABS 为主（下游主要是轻型商用车和摩托车），液压 ESC 收入规模快速提升（下游主要是乘用车）。2022-2024 年公司成套液电控制制动系统销量从 49.95 万套攀升至 83.90 万套（CAGR 为 30%），销售均价从 353.35 元提升至 411.85 元（集成度和销售价格更高的液压 ESC 产品销售占比提升），收入从 1.76 亿元增长至 3.46 亿元（CAGR 为 40%）。

图表37：2022-2024 年公司液电控制制动收入



资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

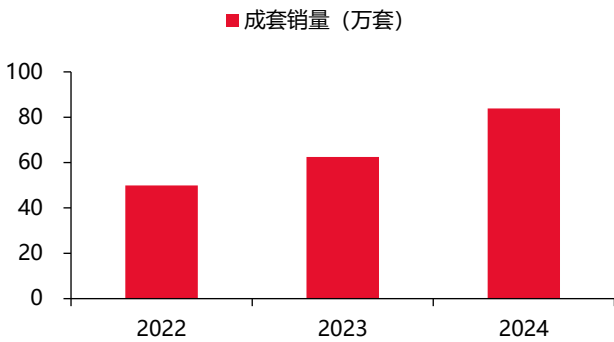
图表38：2021-24H1 公司液压 ABS/ESC 收入 (万元)



资料来源：公司关于上市问询函回复 20250221、长城证券产业金融研究院

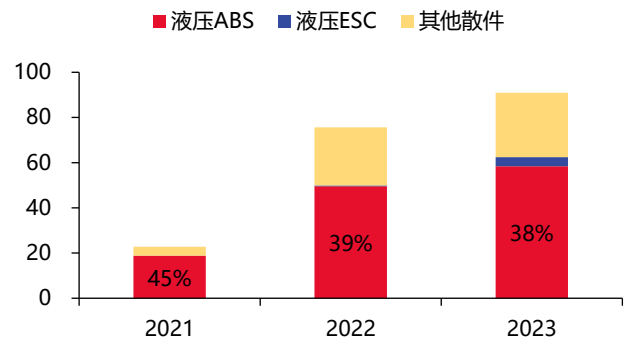
<sup>8</sup> 资料来源：公司关于上市问询函回复 20250221；互动易平台回复 20251117

图表39: 2022-2024 年公司成套液压电控制动销量



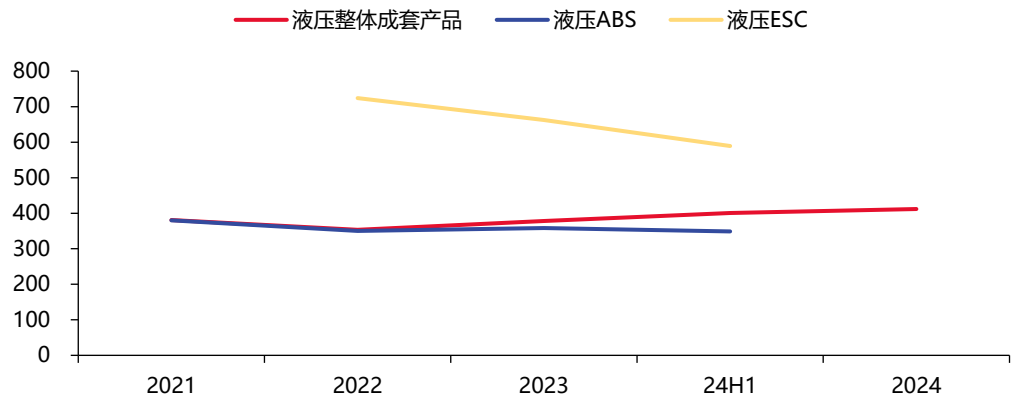
资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表40: 2021-2023 年公司液压 ABS/ESC 成套销量 (万套)



资料来源: 公司关于上市问询函回复 20240809、长城证券产业金融研究院

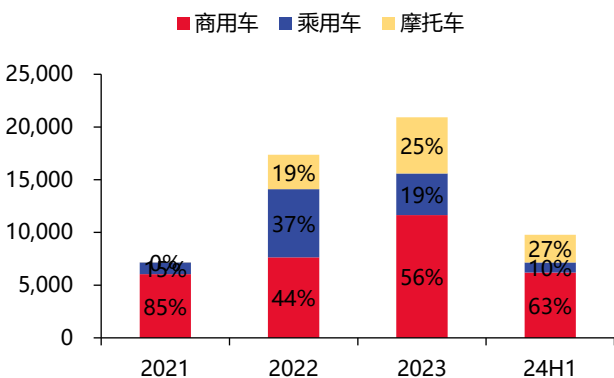
图表41: 2021-2024 年公司液压 ABS/ESC 成套销售均价 (元)



资料来源: 公司招股说明书、公司关于上市问询函回复 20250221、长城证券产业金融研究院

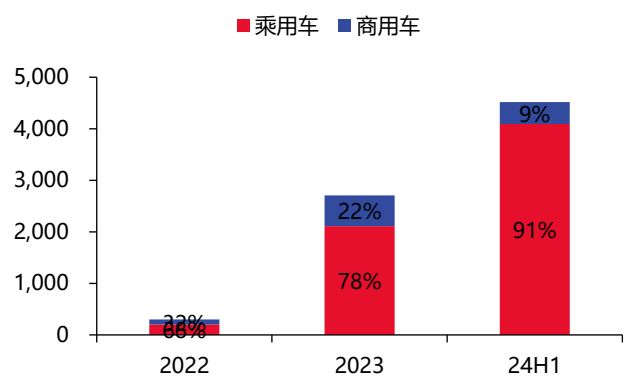
**摩托车 ABS 逐步上量带动液压业务盈利能力提升。**盈利能力方面, 2022-2024 年液压电控制动成套产品毛利率从 16.49% 提升至 22.41%, 其中, 2023 年毛利率大幅提升主要原因为: 1) 毛利率较高的摩托车 ABS 产品销售占比提升, 摩托车液压 ABS 产品处于强制安装的初期, 市场竞争激烈程度较低; 2) 受轻量化的 90 型液压 ABS 销售增加以及阀体组件等主要材料采购价格下降影响, 公司乘用车液压 ABS 产品生产成本有所下降。

图表42: 2021-24H1 公司液压 ABS 分车型收入 (万元)



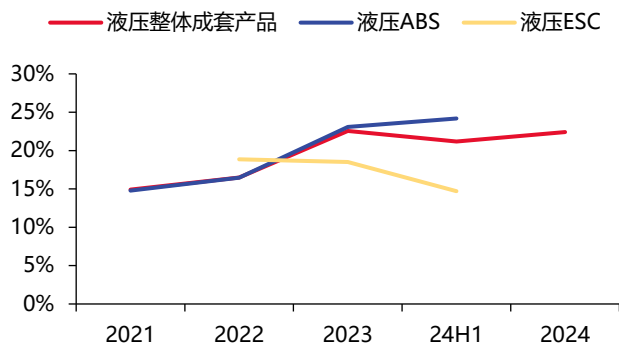
资料来源: 公司关于上市问询函回复 20250221、长城证券产业金融研究院

图表43: 2022-24H1 公司液压 ESC 分车型收入 (万元)



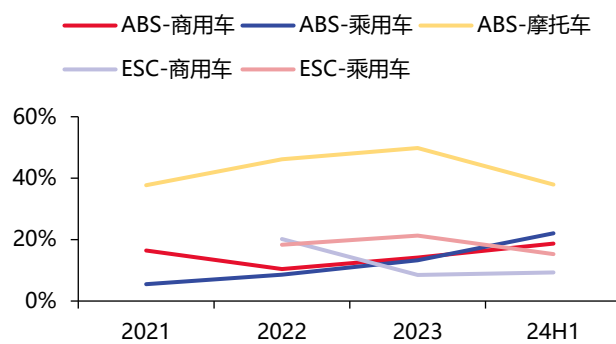
资料来源: 公司关于上市问询函回复 20250221、长城证券产业金融研究院

图表44: 2021-2024 年公司液压 ABS/ESC 成套毛利率



资料来源: 公司招股说明书、公司关于上市问询函回复 20250221、长城证券产业金融研究院

图表45: 2021-24H1 公司液压电控制动分车型毛利率



资料来源: 公司招股说明书、公司关于上市问询函回复 20250221、长城证券产业金融研究院

### 3.2 摩托车强装新规+电动两轮车智能化驱动, 公司享行业高速增长红利

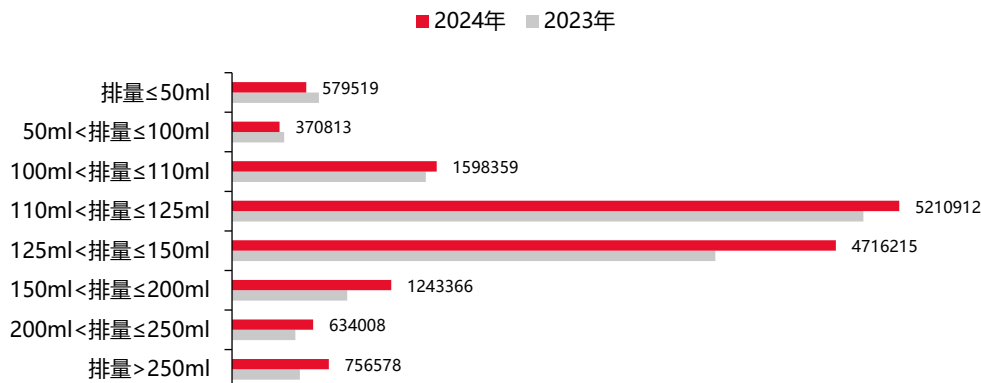
**摩托车 ABS 强装新规下探至主流排量段。**2025 年 4 月 30 日, 工信部《摩托车和轻便摩托车制动性能要求及试验方法》(征求意见稿) 提出, 发动机排量 > 150mL、电机持续功率 > 4.0kW 的两轮摩托车需装配 ABS, 125mL < 发动机排量 ≤ 150mL、2.0kW < 电机持续功率 ≤ 4.0kW 的两轮摩托车需装配 ABS 或 CBS。海外市场方面, 欧盟、日本、印度等多国针对主流排量摩托车也陆续出台 ABS 强装政策。根据中国摩托车商会数据, 2024 年我国 125mL 以上排量摩托车销量约 735 万台 (占燃油摩托车比例约为 49%), 强装政策推动下, 摩托车 ABS 市场空间广阔。

图表46: 《摩托车和轻便摩托车制动性能要求及试验方法》(2025 年征求意见稿) 对于防抱死制动系统的规定

驱动方式	原文件内容	征求意见稿内容
内燃机驱动	发动机实际排量大于 150mL 且小于等于 250mL 的两轮摩托车, 应安装防抱死制动系统或联动制动系统; 发动机实际排量大于 250mL 的两轮摩托车, 前、后轮均应安装防抱死制动系统	发动机实际排量大于 125mL 且小于等于 150mL 的两轮摩托车, 应安装防抱死制动系统或联动制动系统, 对于发动机实际排量大于 150mL 的两轮摩托车, 应安装防抱死制动系统
电力驱动	/	电机持续功率大于 2.0kW 且小于等于 4.0kW 的两轮摩托车, 应安装 ABS 或者前后 CBS 联动制动系统, 4.0kW 以上强制安装 ABS 制动系统

资料来源: 工信部、长城证券产业金融研究院

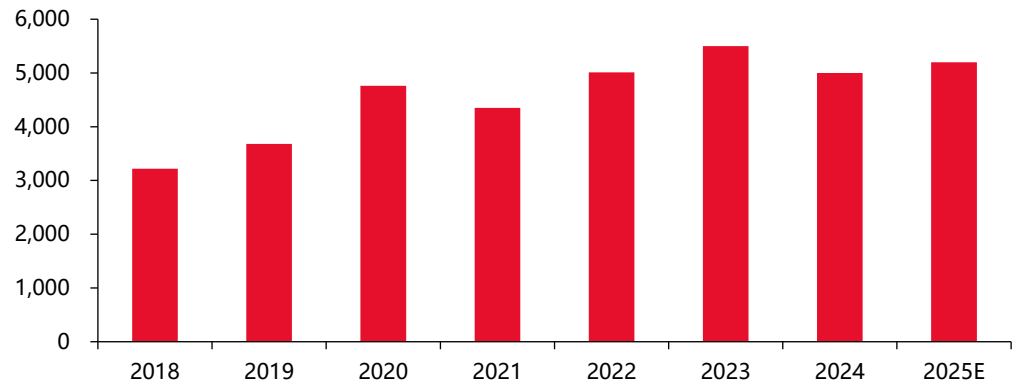
图表47: 2023-2024 年我国主要排量燃油摩托车销售情况 (辆)



资料来源: 中国摩托车商会、中大咨询、长城证券产业金融研究院; 注: 含内销和出口

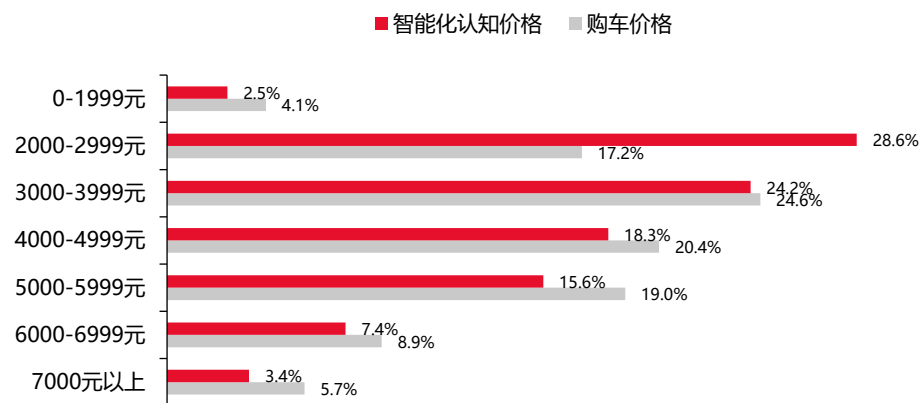
**电动两轮车智能化需求或将加快 ABS 搭载上车。**电动两轮车消费需求呈现明显的智能化导向，根据艾瑞咨询调研数据，83.7%的用户在购车时会优先选择具备智能化功能的电动两轮车。ABS 能为车辆带来更安全的操控体验，当前初步搭载于高端车型，后续有望作为智能安全核心功能在高端车型大批量应用并开始向中端车型渗透。根据艾瑞咨询 2025 年数据，我国电动两轮车购车价格 2000-3999 元/4000 元以上占比分别 42%/54%，电动两轮车 ABS 市场仍有较大渗透空间。

图表48：中国国内两轮电动车销量及预测（万辆）



资料来源：艾瑞咨询（2025年4月）、长城证券产业金融研究院

图表49：电动两轮车购车价格及智能化认知价格



资料来源：艾瑞咨询（2025年4月）、长城证券产业金融研究院

## 4. 财务预测及估值

公司主要收入来源为机动车主动安全系统，针对各类业务，我们做出如下假设：

### 1) 机动车主动安全系统

**气压电控制动系统：**在商用车电动智能化发展及各类强装政策的推动下，商用车电控制动系统呈现量价齐升趋势（ABS→ESC→EBS）。公司气压 ABS、ESC、EBS 产品市场份额持续行业领先，有望充分受益行业升级机遇。

**液压电控制动系统：**公司液压电控制动系统在轻型商用车市场已有成熟应用，同时在横向拓展摩托车及乘用车领域，收入规模快速增长中。

**气压空气悬架 ECAS：**ECAS 作为商用车舒适性配置之一，渗透率有望随着商用车智能化升级加速提升，公司是国内较早开始布局和研究商用车 ECAS 的本土企业之一，具备先发优势。

**智能驾驶产品：**新规要求 2026 年营运牵引车需装配 AEBS 系统，2028 年轻型商用车也需配置 AEB 功能，下游市场空间广阔。公司在 AEBS 核心制动模块深耕多年并已实现 AEBS 批量生产，有望凭借技术优势和客户资源抢占市场份额。

综合看，预计公司 2025-2027 年机动车主动安全系统营收为 18.74/23.91/33.21 亿元，毛利率为 30.1%/30.4%/30.7%。

### 2) 铝合金精密压铸件

公司铝合金精密压铸件主要面向乘用车市场，随着公司乘用车客户的逐步开拓及压铸件 ASP 提升，预计 2025-2027 年铝合金精密压铸件营收为 3.81/4.50/5.30 亿元，随着产能利用率的提升，预计毛利率为 13.0%/15.0%/16.5%。

### 3) 技术服务及其他

预计公司 2025-2027 年技术服务营收为 0.12/0.14/0.17 亿元，毛利率为 35.0%/37.0%/38.0%。预计公司 2025-2027 年其他业务营收为 0.40/0.41/0.43 亿元，毛利率为 30.0%/31.0%/33.0%。

**费用率：**预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 2.8%/2.9%/3.1%，管理费用率分别为 3.6%/3.3%/3.2%，研发费用率分别为 5.5%/5.4%/5.2%，财务费用率分别为 -0.6%/-0.3%/0.2%。

**我们预计公司 2025 年、2026 年和 2027 年实现营业收入为 23.07 亿元、28.96 亿元和 39.11 亿元，对应归母净利润为 3.33 亿元、4.34 亿元和 5.96 亿元，以当前收盘价计算 PE 为 32.90 倍、25.24 倍和 18.41 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表50: 瑞立科密 2023-2027 年盈利预测表

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
机动车主动安全系统	营收 (亿元)	14.22	16.00	18.74	23.91	33.21
	YOY		12.5%	17.1%	27.6%	38.9%
	毛利率	32.9%	33.3%	30.1%	30.4%	30.7%
铝合金精密压铸件	营收 (亿元)	2.90	3.14	3.81	4.50	5.30
	YOY		8.4%	21.4%	17.9%	17.8%
	毛利率	10.9%	8.6%	13.0%	15.0%	16.5%
技术服务	营收 (亿元)	0.15	0.25	0.12	0.14	0.17
	YOY		73.5%	-52.4%	20.0%	15.0%
	毛利率	42.4%	68.7%	35.0%	37.0%	38.0%
其他业务	营收 (亿元)	0.34	0.38	0.40	0.41	0.43
	YOY		12.5%	5.0%	3.0%	6.0%
	毛利率	53.4%	30.3%	30.0%	31.0%	33.0%
合计	营收 (亿元)	17.60	19.77	23.07	28.96	39.11
	YOY		12.3%	16.7%	25.5%	35.0%
	毛利率	29.7%	29.7%	27.3%	28.0%	28.9%
	销售费用率	2.8%	3.0%	2.8%	2.9%	3.1%
	管理费用率	4.2%	3.8%	3.6%	3.3%	3.2%
	研发费用率	5.5%	5.9%	5.5%	5.4%	5.2%
	财务费用率	0.7%	0.4%	-0.6%	-0.3%	0.2%

资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

图表51: 公司与可比公司估值对照 (数据截至 2026.01.22)

股票代码	公司	总市值 (亿)	PE			
			TTM	2025E	2026E	2027E
002590.SZ	万安科技	80	37.71	34.41	29.03	23.27
603596.SH	伯特利	338	25.60	23.22	18.40	14.25
002284.SZ	亚太股份	125	32.41	27.43	22.28	18.81
	平均值		31.91	28.35	23.23	18.78
001285.SZ	瑞立科密	110	33.08	32.90	25.24	18.41

资料来源: Wind、长城证券产业金融研究院

注: 万安科技的主要产品包括悬架系统、气压制动系统、液压制动系统、离合器操纵系统等; 伯特利的主要产品包括机械制动产品、机械转向产品和电控制动产品 (EPB、ABS、ESC、线控制动) 等; 亚太股份的产品包括盘式制动器、鼓式制动器、真空助力器、ABS 等。万安科技采用 Wind 一致预期数据, 伯特利、亚太股份、瑞立科密采用长城证券预测数据

## 5. 风险提示

**产品研发与技术迭代升级风险。**机动车主要安全系统产品新品开发、技术升级相关的研发工作具有资金投入大、研发周期长等特点，通常而言，新产品从研发、送样、定点到最终量产需要较长时间，关键产品从研发到量产周期更长。新产品和技术能否成功，受行业政策与技术变迁、市场需求、市场推广和市场竞争等诸多因素影响，存在一定不确定性。如公司的研发方向未能如期取得成果、研发投入无法产业化从而实现相应效益，或不能持续创新实现产品技术迭代，或研发的新技术、新产品在短期内未能获得市场认可，可能致使公司市场竞争力下降，给公司经营业绩带来不利影响。

**商用车新能源渗透不及预期风险。**ESC、EBS、AEBS等产品除政策强装范围外，主要应用于新能源商用车，若我国商用车新能源渗透率不及预期，可能会对公司新品放量节奏产生影响，从而对公司经营业绩产生不利影响。

**产品单价下降幅度超预期风险。**公司部分新品目前处于市场起步阶段，产品单价较高，随着产品市场渗透率的提升以及供应商竞争程度的增加，公司可能会面临产品单价下降幅度超预期风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

**关键原材料供应风险。**目前，全球汽车芯片中，欧美企业占据主要市场份额，我国汽车芯片的整体自给率较低。受国内汽车芯片产业成熟度及整体技术水平尚不足以完全替代进口芯片等影响，2024年公司采购的芯片中进口品牌占比95%以上。若相关国家在未来加大对中国半导体产业的限制，将贸易制裁领域进一步扩大，或芯片国产化替代进程受阻，则会对公司关键原材料供应及生产经营带来重大不利影响。

**下游汽车行业波动的风险。**公司主营产品与下游汽车行业密切相关。目前，公司的主动安全系统产品以下游商用车市场为主，乘用车市场占比相对较低，若未来出现宏观经济形势发生不利变化、国内汽车行业出现消费低迷或公司对下游乘用车市场开拓不利、行业竞争加剧等不利因素，则将会对公司的经营业绩产生不利影响。

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1991	2072	4337	4767	5456
现金	128	303	1958	2331	2698
应收票据及应收账款	809	808	1108	1101	1245
其他应收款	9	13	13	20	25
预付账款	3	3	20	8	31
存货	671	484	533	594	730
其他流动资产	371	461	704	712	727
<b>非流动资产</b>	632	766	992	976	978
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	400	374	625	635	655
无形资产	53	55	62	64	68
其他非流动资产	179	337	305	277	254
<b>资产总计</b>	2623	2838	5329	5743	6433
<b>流动负债</b>	948	860	1107	1091	1191
短期借款	57	81	1	1	5
应付票据及应付账款	685	521	798	774	855
其他流动负债	205	259	308	316	331
<b>非流动负债</b>	225	253	234	210	183
长期借款	169	178	159	135	107
其他非流动负债	56	75	75	75	75
<b>负债合计</b>	1173	1114	1340	1301	1374
少数股东权益	20	24	31	40	52
股本	135	135	180	180	180
资本公积	56	56	1916	1916	1916
留存收益	1239	1508	1848	2292	2899
归属母公司股东权益	1430	1700	3957	4402	5007
<b>负债和股东权益</b>	2623	2838	5329	5743	6433

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	213	492	418	468	511
净利润	239	275	340	443	608
折旧摊销	69	71	72	99	114
财务费用	12	8	-14	-8	9
投资损失	0	2	0	0	0
营运资金变动	-142	101	-5	-77	-231
其他经营现金流	34	35	25	11	10
<b>投资活动现金流</b>	-152	-470	-541	-84	-115
资本支出	102	148	298	84	115
长期投资	-60	-219	0	0	0
其他投资现金流	10	-103	-242	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-51	44	1778	-12	-29
短期借款	-24	23	-80	0	4
长期借款	-15	9	-20	-24	-28
普通股增加	0	0	45	0	0
资本公积增加	0	0	1859	0	0
其他筹资现金流	-13	11	-27	12	-5
<b>现金净增加额</b>	10	65	1656	372	367

### 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	1760	1977	2307	2896	3911
营业成本	1257	1409	1678	2085	2782
营业税金及附加	8	10	11	14	19
销售费用	49	59	64	85	121
管理费用	74	75	83	95	125
研发费用	97	116	127	157	205
财务费用	12	8	-14	-8	9
资产和信用减值损失	-18	-26	-20	-11	-11
其他收益	29	29	30	30	25
公允价值变动收益	0	5	-4	0	0
投资净收益	0	-2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	275	306	363	487	663
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	8	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	267	305	362	486	662
所得税	28	30	22	43	55
<b>净利润</b>	239	275	340	443	608
少数股东损益	3	6	7	9	12
<b>归属母公司净利润</b>	236	269	333	434	596
EBITDA	349	382	423	553	736
EPS (元/股)	1.31	1.49	1.85	2.41	3.31

### 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	32.8	12.3	16.7	25.5	35.0
营业利润 (%)	165.2	11.3	18.7	34.2	36.2
归属母公司净利润 (%)	143.3	14.1	23.9	30.3	37.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	28.6	28.7	27.3	28.0	28.9
净利率 (%)	13.6	13.9	14.7	15.3	15.5
ROE (%)	16.5	15.9	8.6	10.0	12.1
ROIC (%)	14.5	13.5	7.9	9.0	11.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	44.7	39.3	25.2	22.7	21.4
净负债比率 (%)	12.1	4.8	-43.2	-47.7	-49.7
流动比率	2.1	2.4	3.9	4.4	4.6
速动比率	1.3	1.8	3.4	3.8	3.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6
应收账款周转率	2.9	3.4	3.3	3.7	5.0
应付账款周转率	2.9	3.1	4.0	4.2	5.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.31	1.49	1.85	2.41	3.31
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.18	2.73	2.32	2.60	2.84
每股净资产 (最新摊薄)	7.94	9.43	21.85	24.26	27.57
<b>估值比率</b>					
P/E	46.5	40.7	32.9	25.2	18.4
P/B	7.7	6.5	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	31.8	28.2	20.7	15.2	10.9

资料来源: Wind、公司财报、长城证券产业金融研究院

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>



### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686