



科华控股（603161.SH）：全球涡轮增压壳体核心供应商，经营拐点显现

2024年9月6日

推荐/首次

科华控股

公司报告

全球涡轮增压壳体核心供应商，经营质量逐渐改善。公司创建于2002年，2018年1月在上交所上市。主要产品涡轮增压器的涡轮壳、中间壳及其装配件。公司与盖瑞特、博格华纳、上海菱重、IHI等全球知名涡轮增压系统企业形成了稳定的配套与战略合作关系。2018年以来，公司涡轮壳的全球市占率领先，始终保持在近8%的份额，高于A股主要竞争对手。2018-2021年随着IPO募投项目及南厂区新增产能投产，公司产能利用率下降，固定成本增加及原材料上涨导致盈利能力下行。2023年公司经营质量逐步改善，毛利率重新回升至17.6%，同比+4.1pct，公司归母净利润自22年扭亏后，23年录得归母净利润1.23亿元，同比+530.9%，23/24H1公司经营净现金流达5.42/3.04亿元。

全球涡轮增压系统市场长期具备韧性，新能源车冲击有限。纯电新能源车增速放缓，脱碳考核推动全球混动车型渗透率攀升。中国与欧洲市场纯电动车型渗透率自4Q22开始进入波动期，目前仍未突破各自24.2%/18.9%峰值，美国市场4Q23达峰值8.1%，受24年IRA政策对电池本土化要求的影响，纯电渗透率也出现下滑。而全球主要市场的混动车型销量增长迅猛，23年/24H1中国、美国及欧洲市场混动车型（欧美为HEV+PHEV+EREV，中国为PHEV+EREV）合计销量达865/535万辆，同比+41%/+39%，同期纯电增速仅为+28%/+8%。**混动车型采用涡轮增压系统的比例更高**，据辉烽股份招股书中预测，2025年我国乘用车市场混动车型涡轮增压器渗透率有望超过85%。2023年全球涡轮增压系统产量约5千万件，已恢复至疫情前水平。我们认为，全球涡轮增压系统长期具备一定的韧性，未来5年行业增速将维持在-2%~2%区间波动。

投资亮点：

1) **公司全面覆盖全球涡轮增压系统主流企业，凭借规模及工艺优势有望持续提升市场份额。**涡轮增压系统行业已呈现寡头垄断格局，盖瑞特、博格华纳、三菱重工、IHI及博马科技，合计市场份额占比近90%。公司已实现上述企业的全面覆盖。与国内主要竞争对手相比，公司具备产能规模优势，且具备涡轮壳和中间壳两类产品的研发生产能力。公司竞争地位相对稳固，多年深耕精密压铸与机加工领域，生产与制造工艺优势凸显。

2) **公司固定成本占比高，规模效应将带来更明显的业绩弹性。**涡轮增压壳体属于重资产行业，相关上市公司的该业务的制造成本（偏固定部分）占比普遍超过30%，过高的固定成本在产能利用率低时将显著抑制毛利率。2021年公司折旧摊销占比达9.3%，同期同业公司为6~7%。随着公司扩产项目陆续投产，制造费开始持降低。折旧摊销占比降低至2023年7.8%。公司随规模效应逐步释放、成本端得到改善的趋势，公司毛利率同频持续优化提升，23年涡轮增压业务毛利率回升至19.2%。

3) **现金流驶入增长通道，资产负债率持续降低。**2017-2021年公司处于两大产能项目建设的扩张阶段，购建固定资产等的现金支出规模较大。随着项目建成投产，公司购建固定资产等现金支出自3Q21开始明显减少，同时公司营收规模的稳固增长，从销售商品获得的净现金额持续攀升。公司现金流改善趋势已经体现。近期主动偿还债务持续优化资本结构，2022-2023年公司持续降低

公司简介：

公司主要从事涡轮增压器零部件的研发、制造以及销售。公司主要产品包括汽车涡轮增压器中间壳和涡轮壳及配件等

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

未来3-6个月重大事项提示：

无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

发债及交叉持股介绍：

无

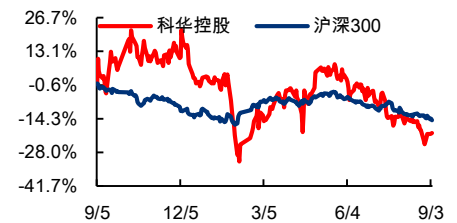
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	18.99-10.66
总市值(亿元)	16.69
流通市值(亿元)	16.28
总股本/流通A股(万股)	19,358/19,358
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	6.97

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：李金锦

010-66554142

lij-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

研究助理：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480123010003

财务杠杆, 三年累计净偿还债务 6.0 亿元, 公司资产负债率自 21 年峰值 69% 降低至 23 年 61%, 24Q2 进一步降低至 53%

盈利预测与投资评级: 我们看好公司主营业务的稳定性, 以及利润端改善与现金流持续增长趋势下公司有望迎来的经营业绩拐点。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 1.52/1.77/2.06 亿元, 对应 EPS 为 0.78/0.91/1.06 元。按照当前股价, 对应 PE 为 11x/9x/8x, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 涡轮增压系统需求不及预期, 镍、铁等主要原材料超预期上涨, 公司成本端与现金流改善不及预期, 涡轮增压系统行业竞争超预期, 海外政策及宏观变动影响等。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,262.40	2,614.82	2,852.58	3,114.39	3,400.09
增长率 (%)	19.27%	15.58%	9.09%	9.18%	9.17%
归母净利润 (百万元)	19.53	123.20	151.73	176.70	206.03
增长率 (%)	141.76%	530.94%	23.16%	16.45%	16.60%
净资产收益率 (%)	1.54%	8.85%	9.99%	10.78%	11.57%
每股收益 (元)	0.10	0.64	0.78	0.91	1.06
PE	85.45	13.54	11.00	9.44	8.10
PB	1.32	1.20	1.10	1.02	0.94

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所, *估值基于 2024.09.14 收盘价计算

目 录

1. 全球涡轮增压器零部件核心供应商.....	5
1.1 公司专注于涡轮增压壳体业务.....	5
1.2 公司经营质量逐步改善.....	7
2. 全球涡轮增压系统市场具备韧性, 新能源冲击有限.....	9
2.1 全球混动化趋势凸显, 纯电动增速放缓减少对涡轮增压市场冲击.....	9
2.2 燃油车与后市场服务有望支撑涡轮增压系统长期需求.....	10
2.3 产量回暖至疫情前水平, 涡轮增压系统行业长期具备韧性.....	11
3. 投资亮点.....	12
3.1 公司全面覆盖全球涡轮增压主流企业, 凭借规模及工艺优势有望持续提升市场份额.....	12
3.2 涡轮增压系统固定成本占比高, 规模效应将带来更明显的业绩弹性.....	14
3.3 现金流驶入增长通道, 资产负债率持续降低.....	15
4. 盈利预测与投资评级.....	16
5. 风险提示.....	17
相关报告汇总.....	19

插图目录

图 1: 涡轮增压器零部件系列产品图示.....	5
图 2: 其他机械零部件系列产品图示.....	5
图 3: 涡轮增压器构造示意图.....	6
图 4: 涡轮增压器工作原理示意图.....	6
图 5: 科华控股涡轮壳与中间壳工艺流程图.....	6
图 6: 科华控股涡轮壳机加工流程图.....	6
图 7: 公司营业收入 (亿元) 及增速.....	7
图 8: 公司营业收入构成 (亿元).....	7
图 9: 公司主营业务毛利率及综合毛利率.....	7
图 10: 公司期间费用支出 (亿元).....	7
图 11: 公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	8
图 12: 公司经营净现金流及资本开支 (亿元).....	8
图 13: 公司有息负债 (亿元) 及平均利率.....	8
图 14: 主流汽车市场纯电车型销量增速及渗透率.....	9
图 15: 主流汽车市场纯电与混动车型销量增速对比.....	9
图 16: 各动力类型车辆年度碳排放水平对比 (kg).....	9
图 17: 主流汽车市场普通与插电式混动车型渗透率.....	9
图 18: 中国乘用车市场混动车型涡轮增压器渗透率及预测.....	10
图 19: 内燃机动力及汽油燃料车型涡轮增压系统渗透率.....	11
图 20: 盖瑞特后市场服务收入规模 (百万美元) 及增速.....	11
图 21: 全球涡轮增压系统产量 (百万件).....	11

图 22： 全球汽车产量及涡轮增压产量预测 单位：百万辆/套.....	11
图 23： 全球涡轮增压系统行业竞争格局	12
图 24： 公司终端配套整车客户.....	13
图 25： 公司与同业涡轮壳产品市占率对比.....	13
图 26： 公司与同业涡轮壳产品营收规模对比（万元）	13
图 27： 涡轮壳制造公司营业成本构成对比.....	14
图 28： 公司与同业产能利用率变化趋势对比	14
图 29： 公司与同业折旧摊销占营收比例对比	15
图 30： 公司单季度自由现金流及资本开支（亿元）	15
图 31： 公司与同业利息费用占营收比例对比	16
图 32： 公司历年净偿还债务（亿元）*及资产负债率变化.....	16

表格目录

表 1： 中国市场主流燃油与插电式混动车型发动机系统配置.....	10
表 2： 公司各产能项目情况	15
附表： 公司盈利预测表	18

1. 全球涡轮增压器零部件核心供应商

1.1 公司专注于涡轮增压壳体业务

公司主要产品为涡轮壳与中间壳。公司创建于2002年, 于2018年1月在上交所上市, 是一家专业从事涡轮增压器关键零部件产品的研发、生产及销售的高新技术企业。公司主要产品为涡轮增压器的涡轮壳、中间壳及其装配件。公司产品已进入盖瑞特(从霍尼韦尔剥离)、博格华纳、上海菱重、IHI等国际知名涡轮增压系统企业的合格供应商名录, 并为之形成了持续稳定的战略合作关系。公司是汽车涡轮增压器零部件国际市场上具有竞争力的供应商之一。

公司还生产可用于汽车、工程机械、农用机械等设备的液压阀、皮带传动轮、差速器壳体等其他机械零部件产品, 客户主要为吉凯恩、卡特彼勒等。

图1: 涡轮增压器零部件系列产品图示



资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

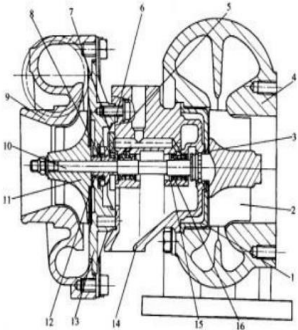
图2: 其他机械零部件系列产品图示



资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

涡轮增压器有利于提升内燃机效率, 降低燃油消耗。涡轮增压器由三个壳体(涡轮壳、中间壳、压气机壳)、两个叶轮(涡轮机叶轮、压气机叶轮)和其他部分构成。其中, 涡轮壳与内燃机排气歧管相连; 压气机壳入口与外界空气直接相通, 出口与内燃机进气管相连; 中间壳作为转子轴的支承结构, 连接涡轮壳和压气机壳。涡轮增压器连接到内燃机的排气歧管, 内燃机气缸内排出的废气流过涡轮机叶轮, 带动涡轮旋转。由于涡轮机叶轮与压气机叶轮同在转子轴上, 因此涡轮机叶轮高速旋转的同时也带动压气机叶轮高速旋转, 使通过压气机的空气流速和压力增大, 增加了内燃机的进气量, 使燃烧更充分, 从而在同等耗油量情况下提高内燃机的功率和燃烧效率, 进而降低燃油消耗, 同时还能够减少污染物的排放。

图3：涡轮增压器构造示意图



注：1-隔热板；2-涡轮；3-密封环；4-涡轮壳；5-推力轴承；6-O形橡胶密封圈；7-膜片弹簧；8-密封套；9-压气机壳；10-转子轴；11-压气机叶轮；12-密封环；13-压气机后盖板；14-中间壳；15-卡环；16-浮动轴承。

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

图4：涡轮增压器工作原理示意图

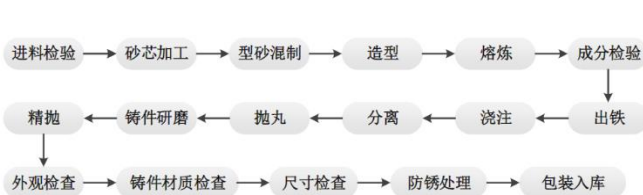


资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

耐高温性能（材料研发）、铸造及精密加工能力是涡轮壳体核心技术/工艺。涡轮壳进气口与发动机排气歧管直接连接，废气带来的高温使涡轮机的工作环境温度较高，同时涡轮壳形状复杂，尺寸精度、表面及内部质量要求很高，因此对于涡轮壳的耐高温性能、铸造及精密加工的工艺水平要求较高。一般情况下，汽油机高端车型或大排量发动机尾气排温可高达 1,050℃左右，其涡轮增压器壳体一般采用耐高温不锈钢材料；中小排量发动机和柴油发动机尾气排温相对较低，通常为 700℃-900℃。铸件的机械强度、耐高温、耐腐蚀等性能取决于所选用的材质。涡轮壳按照材质分为灰铁、普通球铁、硅钼球铁、高镍球铁、耐热钢。但随着内燃机技术的发展，行业对更耐高温、更环保、更轻便的新材料需求提升，更多的新材料、新配比材料不断产生，那些掌握材料研发技术的企业更具竞争力。

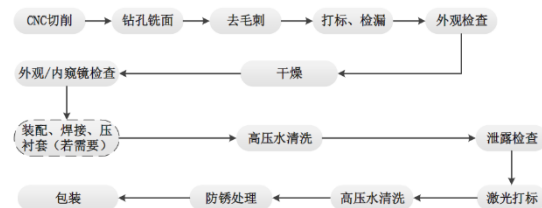
除材料外，涡轮壳体主要生产工艺包括铸造和机加工两大环节。各环节涉及工艺较多，相关企业只有长期专注于该领域才能充分掌握各环节中的 Know-How。尤其是随着新能源汽车的发展，混合动力发动机对薄壁壳体、复杂结构的涡轮壳需求日益提升，涡轮壳机加工精度要求逐渐提升，更高效、轻量化的发动机及涡轮增压方案，成为行业目前重要发展方向。同时，整车电气化智能化的发展趋势，也要求增压器提供更精确的系统控制功能。

图5：科华控股涡轮壳与中间壳工艺流程图



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

图6：科华控股涡轮壳机加工流程图



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

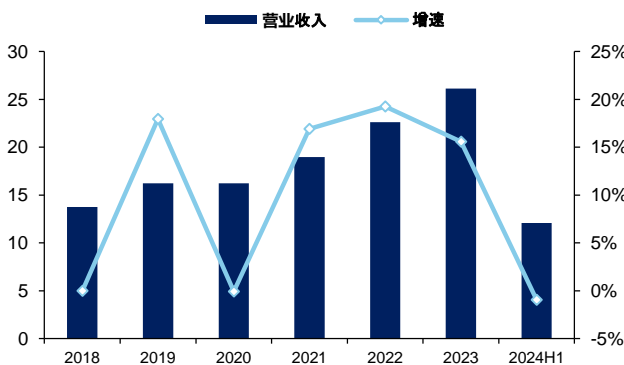
为了满足以上要求，新的技术电动涡轮增压器随之诞生，其利用位于涡轮轴上的高速电机来更快地驱动压气机工作并消除涡轮迟滞，从而显著提高发动机瞬态响应性能和发动机低端扭矩。这项新技术在实现更多

动力和更快响应的同时, 可进一步提高发动机效率。此外, 在某些驾驶工况下, 电动涡轮增压器可以模拟发电机工作以回收部分浪费的能量, 直接为混动汽车的电机供电或为电池充电, 让汽车制造商在混合动力系统设计方面具备更大的灵活性, 并为消费者显著提高成本效益。

1.2 公司经营质量逐步改善

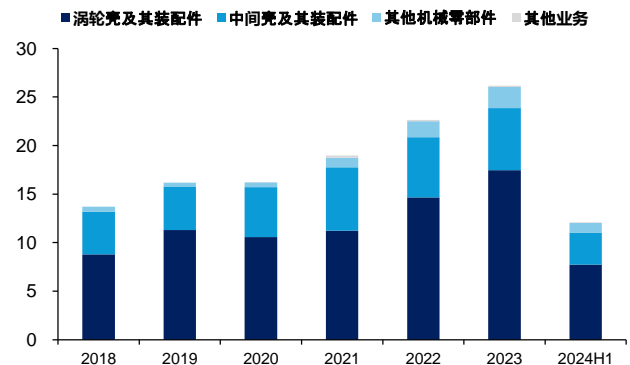
营收端维持增长态势: 公司 2023 年实现营收 26.15 亿元, 同比+15.6%。24H1 维持稳定, 同比-0.9%。公司营收主要有三大业务构成, 分别为涡轮壳及其装配件、中间壳及其装配件和其他机械零部件 (其他包括液压泵阀、差速器等产品)。公司涡轮壳及其装配件营收增长态势良好, 2023 年同比+19.1%, 占公司总营收比例 66.7%。公司中间壳及其装配件营收保持稳定, 2023 年同比+3%, 占公司总营收比例 24.5%。公司其他机械零部件业务增速较快, 2023 年同比+31.9%。

图7: 公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

图8: 公司营业收入构成 (亿元)



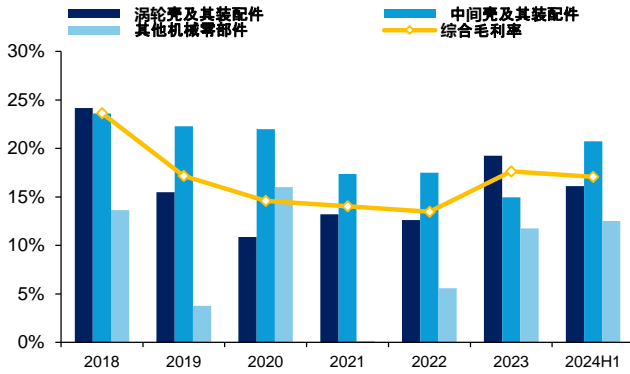
资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

产能爬坡带动毛利率回升: 2018-2021 年随着 IPO 募投项目及南厂区新增产能投产, 公司产能利用率下降, 固定成本增加及原材料上涨导致盈利能力下行。2023 年随着产能利用率逐步提升, 公司毛利率重新回升, 2023 年综合毛利率 17.6%, 同比+4.1pct, 1H24 综合毛利率 17.1%。分业务看, 2024H1 公司涡轮壳业务毛利率有所下滑, 由 2023 年的 19.2% 下降至 1H24 的 16.1%。中间壳业务毛利率回升, 由 2023 年的低点 15.0% 上升到 1H24 的 20.7%。

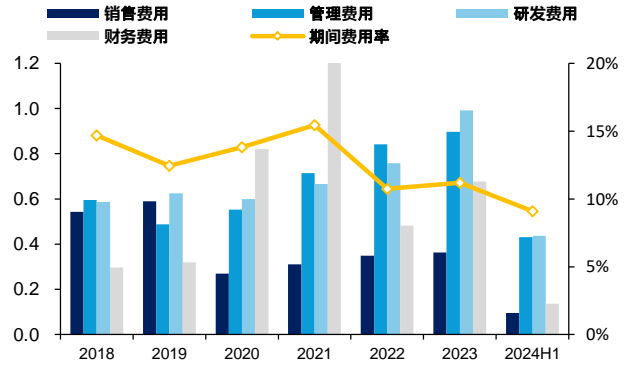
费用端、盈利能力逐步改善: 公司期间费用率呈现下降趋势, 销售费用率自 2020 年下降后维持低位; 公司对技术研发持续投入, 研发费用率近年来保持稳定增长。公司归母净利润自 2022 年扭亏后, 2023 年录得归母净利 1.23 亿元, 同比+530.9% 实现大幅增长。公司净利率从 2021 年-2.5% 低点持续提升, 2023 年为 4.7%, 24H1 为 5.8%。

图9: 公司主营业务毛利率及综合毛利率

图10: 公司期间费用支出 (亿元)

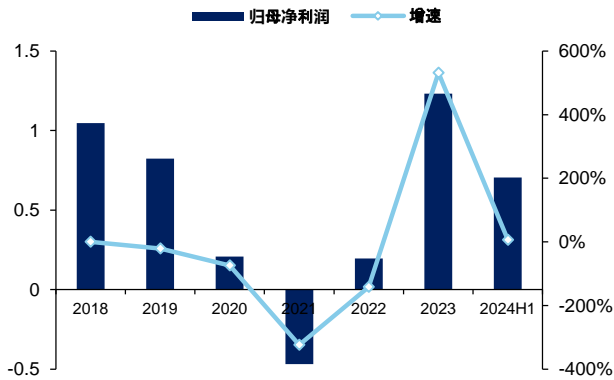


资料来源: 公司财报、东兴证券研究所



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

图11: 公司归母净利润 (亿元) 及增速

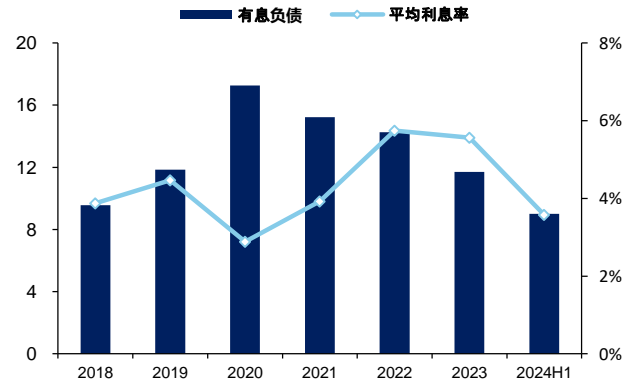
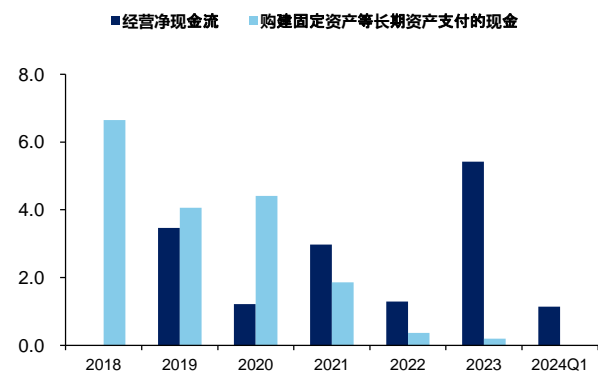


资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

大规模资本开支结束, 现金流、利息费用持续改善: 随着 IPO 募投项目及南厂区项目逐步建成投产, 2022-24H1 公司购建固定资产等长期资产的现金支出 0.37/0.19/0.03 亿元, 呈持续下降趋势, 同期公司在建工程余额 0.17/0.03/亿元。2023 年受益盈利能力提升, 存货及应收账款周转率提升, 23/24H1 公司经营净现金流达 5.42/3.04 亿元。公司前期大规模资本开支带来的较多有息负债, 利息费用较高, 23/24H1 公司有息负债为 11.71/9.00 亿元, 利息费用为 0.72/0.19 亿元, 对应平均利率 5.6%/3.6%。我们认为, 随着公司现金流改善, 利息负担有望减轻。

图12: 公司经营净现金流及资本开支 (亿元)

图13: 公司有息负债 (亿元) 及平均利率



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

2. 全球涡轮增压系统市场具备韧性, 新能源冲击有限

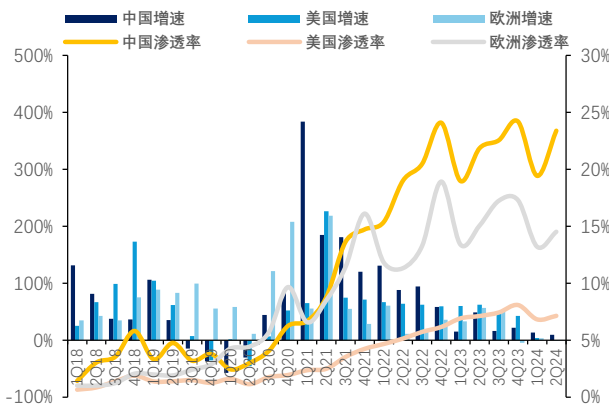
2.1 全球混动化趋势凸显, 纯电动增速放缓减少对涡轮增压市场冲击

纯电新能源车增速放缓, 脱碳考核推动全球混动车型渗透率攀升。目前全球汽车市场看, 受基础设施建设不足、部分国家补贴政策退坡以及高利率环境对需求端的不利影响, 叠加新能源车成本高企给企业利润端带来的压力, 全球主流市场的纯电新能源车销量增速均出现放缓趋势, 渗透率提升进入瓶颈期, 其中中国与欧洲市场纯电车型渗透率自 4Q22 开始进入波动期, 目前仍未突破各自 24.2%/18.9%峰值, 美国市场 4Q23 达峰值 8.1%后受 24 年 IRA 政策对电池本土化要求的影响纯电渗透率出现下滑。

各主机厂面临碳排放考核政策日益趋严背景下, 从燃油动力切换至普通混合动力类型, 车辆碳排放水平可实现近 50%的较大降幅, 因此混动化成为各车企为满足脱碳考核要求的重要发展路径之一。目前全球主要市场混动车型销量增长迅猛, 23 年/2Q24 中国、美国及欧洲市场混动车型 (欧美 HEV+PHEV+EREV, 中国 PHEV+EREV) 合计销量达 865/535 万辆, 同比+41%/+39%, 同期纯电增速仅为+28%/+8%, 具体市场来看, 2Q24 欧洲 HEV 占比接近 30%, 销量为纯电车型的 2 倍, 中国市场在续航需求提升及爆款车型的带动下, 插混车型渗透率快速提升至 2Q24 的 16%, 三大市场混动车型增速自 3Q23 来均持续领先于纯电车型。

我们在《汽车行业 2024 年投资展望: 新能源的分化趋势与零部件发展的 2.0 时代》报告中, 深入分析了纯电、PHEV 和 EREV 动力模式的优劣势和适用范围。我们认为, PHEV 将在电动化进程中充当重要角色, 其在成本、综合续航里程、补能方式等较 BEV 更具有优势, 具有占据更多市场份额的机会, 我们认为在中短期内混动车型在全球汽车终端销售中的份额占比有望持续提升。

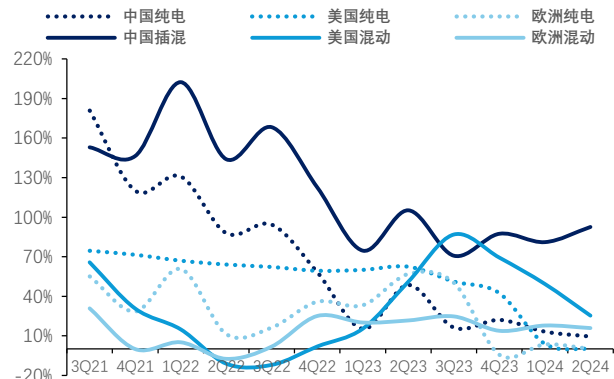
图14: 主流汽车市场纯电车型销量增速及渗透率



资料来源: 中汽协、ANL、ACEA、东兴证券研究所

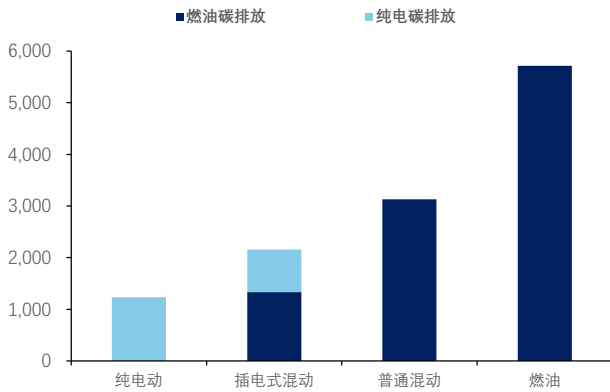
图16: 各动力类型车辆年度碳排放水平对比 (kg)

图15: 主流汽车市场纯电与混动车型销量增速对比

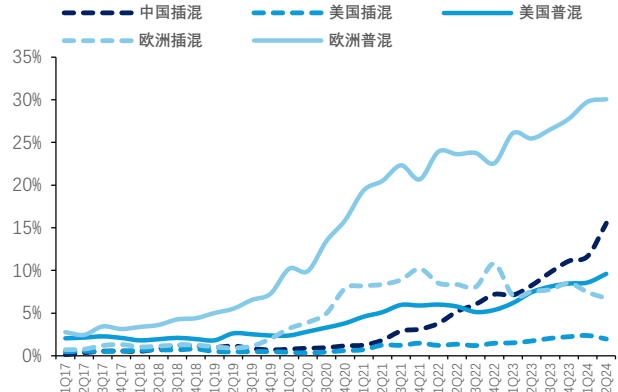


资料来源: 中汽协、ANL、ACEA、东兴证券研究所

图17: 主流汽车市场普通与插电式混动车型渗透率



资料来源: DOE、EIA、东兴证券研究所



资料来源: 中汽协、ANL、ACEA、东兴证券研究所

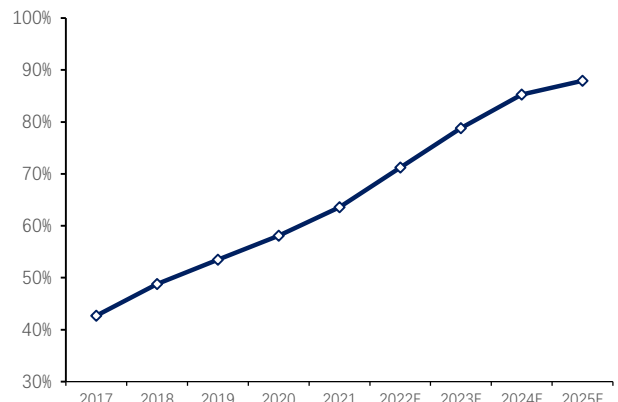
混动车型普遍采用涡轮增压系统, 涡轮增压系统需求受新能源车渗透冲击有限。由于混动车型对发动机尺寸存在一定的要求, 在不牺牲车辆性能且满足当前排放考核要求的前提下, 混动车型普遍采用小尺寸发动机+涡轮增压系统方式满足车辆燃油经济性与排放标准。通过涡轮增压系统可实现对发动机进排气更精准的控制, 优化发动机燃烧过程并提升动力和瞬态响应, 亦可满足与纯电部分的耦合能力需求。涡轮增压系统在我国 PHEV 与 EREV 车型中已实现广泛装配, 24H1 中国市场销量超过 3 万辆的混动车型中, 除比亚迪 A 级车型与丰田普混车型外均采用涡轮增压的吸气方式, 销量占比近 60%。据辉隆股份招股书中预测, 到 25 年我国乘用车市场混动车型涡轮增压器渗透率有望超过 85%。涡轮增压系统可以有效满足车辆排放与性能双重要求, 目前已在混动车型中实现较高的渗透率, 我们认为未来伴随着混动车型销量占比的不断提升, 叠加涡轮增压器在混动车型中渗透率的进一步提升, 涡轮增压系统的增量需求有望一定程度上对冲纯电新能源车的冲击, 因此我们判断在中短期内涡轮增压系统受纯电车型渗透率提升的冲击有限。

表1: 中国市场主流燃油与插电式混动车型发动机系统配置

车型	OEM	燃料类型	价格带 (万元)	带电量	吸气方式	24H1销量 (万辆)	yoy
秦PLUS DM	比亚迪汽车	PHEV	7.98-12.58	8.32-18.32	自然吸气	15.3	12%
宋PLUS DM	比亚迪汽车	PHEV	12.98-17.58	12.9-26.6	自然吸气	11.9	-10%
宋Pro DM	比亚迪汽车	PHEV	10.68-13.98	12.9-18.3	自然吸气	11.9	59%
问界M7 EREV	金康赛力斯	EREV	24.98-32.98	40-42	涡轮增压	11.1	1283%
驱逐舰05 DM	比亚迪汽车	PHEV	7.98-12.88	8.3-18.3	自然吸气	9.7	235%
C级L	北京奔驰	汽油混合动力	20.4-23.96	-	涡轮增压	9.1	28%
GLC级L	北京奔驰	汽油混合动力	28.48-38.83	-	涡轮增压	6.7	-
理想L7 EREV	理想汽车	EREV	30.18-35.98	42.8-52.3	涡轮增压	6.5	50%
唐 DM	比亚迪汽车	PHEV	17.98-26.98	21.5-45.8	涡轮增压	5.6	-16%
汉 DM	比亚迪汽车	PHEV	15.98-25.98	18.3-36	涡轮增压	4.9	-1%
问界M9 EREV	金康赛力斯	EREV	46.98-52.98	42	涡轮增压	4.6	-
宝马X5	华晨宝马	汽油混合动力	57.50-78	-	涡轮增压	4.6	202%
理想L9 EREV	理想汽车	EREV	40.98-43.98	52.3	涡轮增压	4.4	4%
腾势D9 DM	腾势汽车	PHEV	32.48-60.06	20-40.06	涡轮增压	4.3	-12%
理想L6 EREV	理想汽车	EREV	24.98-27.98	36.8	涡轮增压	4.0	-
理想L8 EREV	理想汽车	EREV	32.18-37.98	42.8-52.3	涡轮增压	3.8	-15%
赛那	广汽丰田	汽油混合动力	27.48-38.58	锂电池	自然吸气	3.7	-2%
E级L	北京奔驰	汽油混合动力	31.22-46.48	-	涡轮增压	3.6	3592100%
五菱星光 PHEV	上汽通用五菱	PHEV	7.88-10.28	9.5-20.5	自然吸气	3.5	-
别克GL8	上汽通用	汽油混合动力	20.59-44.69	-	涡轮增压	3.4	-41%
银河L7 PHEV	吉利汽车	PHEV	10.87-16.57	9.11-18.7	涡轮增压	3.2	588%
深蓝S7 EREV	深蓝汽车	EREV	13.99-18.99	18.99-39.05	自然吸气	3.1	3410%
沃尔沃XC60	沃尔沃亚太	汽油混合动力	27.29-30.9	-	涡轮增压	3.1	326%
领克08 PHEV	领克汽车	PHEV	17.88-24.18	21.2-39.8	涡轮增压	3.0	-
格瑞维亚	一汽丰田	汽油混合动力	25.98-38.08	锂电池	自然吸气	3.0	40%

资料来源: 中汽协、懂车帝、东兴证券研究所

图18: 中国乘用车市场混动车型涡轮增压器渗透率及预测



资料来源: 辉隆股份招股说明书、东兴证券研究所

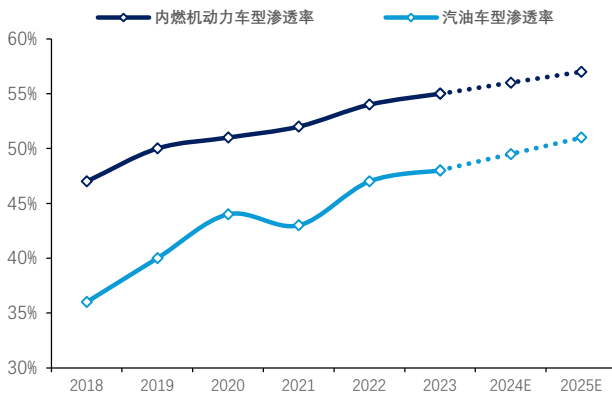
2.2 燃油车与后市场服务有望支撑涡轮增压系统长期需求

燃油车涡轮增压渗透仍维持上升趋势。据 IHS 数据, 2023 年涡轮增压系统在全球内燃机动力车型中的渗透率为 55%, 其中汽油车型渗透率自 2013 年 14%持续提升至 2023 年 48%, 预计未来渗透率仍将延续一

定的上升趋势, 到 2025 年二者有望分别提升至 57%/51%。涡轮增压通过压气机的空气流速和压力增大, 增加了内燃机的进气量, 使燃烧更充分, 涡轮增压器有利于提升内燃机效率, 降低燃油消耗。全球减排减碳要求逐渐加严, 内燃机排量小型化成为需求。在此背景下, 涡轮增压将成为持续提升发动机效率的有效途径。因此, 我们认为, 涡轮增压系统在燃油车中的需求增长中短期内有望维持稳定增长。

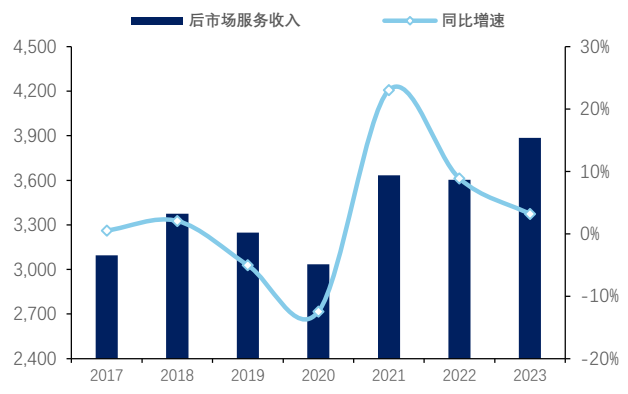
涡轮增压后市场服务有望支撑行业长期需求。据盖瑞特财报, 剔除 2020 年疫情影响, 2017 至 2023 年涡轮增压系统后市场服务收入整体呈现上涨趋势, 6 年 CAGR 为 4%, 增长表现相对稳健。后市场的稳健表现与后市场属性相关, 其规模与全球汽车保有量高度相关。且随着时间不断推移, 车龄不断变大, 对应维修保养市场的规模稳步提升。据 BNEF 与 IEA, 全球内燃机动力车型保有量超过 15 亿辆, 而据标普与 ACEA, 美国与欧洲市场平均车龄均超 12 年且近十年均呈现上升趋势, 后市场服务需求潜力持续提升。因此从总量市场看, 涡轮增压系统在后市场服务领域的行业空间较为广阔, 有望支撑行业需求的长期增长动能。

图19: 内燃机动力及汽油燃料车型涡轮增压系统渗透率



资料来源: IHS、东兴证券研究所

图20: 盖瑞特后市场服务收入规模 (百万美元) 及增速



资料来源: 盖瑞特财报、东兴证券研究所

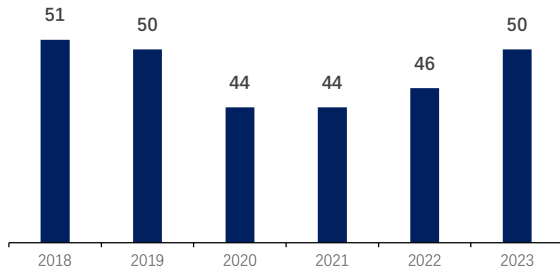
2.3 产量回暖至疫情前水平, 涡轮增压系统行业长期具备韧性

涡轮增压系统产量回暖至疫情前水平。据 IHS 数据, 全球涡轮增压系统产量在 2020~2022 年出现较大的下滑, 主要受疫情对全球汽车终端需求及供应链的冲击, 以及新能源车的快速渗透的影响, 但 2022 年起涡轮增压系统市场开始持续回暖, 2023 年全球产量约 5 千万件, 已恢复至 19 年疫情前水平, 全球涡轮增压系统市场规模呈现稳定趋势。

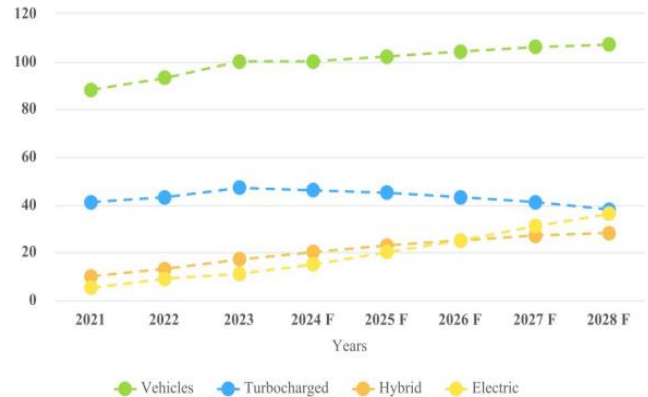
我们认为, 涡轮增压系统行业长期具备韧性。据盖瑞特 2023 年报预测, 全球涡轮增压系统总产量自 2023 年实现 5,000 万件达峰后到 2026 年将逐步下降至 4,600 万件, 3 年 CAGR 为 -2.7%, 主要基于标普对纯电新能源车渗透率持续提升至 2026 年 26% 的预期假设。我们认为, 该纯电渗透率假设或过于乐观。截至 2Q24 中国、美国与欧洲三大市场合计纯电渗透率仅为 17%, 且短期内纯电销量增速放缓。我们认为涡轮增压系统市场受电动化影响程度可控, 涡轮增压市场表现或好于盖瑞特 2023 年报中预期情况。基于前文我们对于全球混动化、燃油车型涡轮增压系统渗透率提升及后市场服务长期增长趋势的论述, 我们认为全球涡轮增压系统长期具备一定的韧性, 总量规模有望维持平稳, 预计未来 5 年行业增速将维持在 -2%~2% 区间波动。

图21: 全球涡轮增压系统产量 (百万件)

图22: 全球汽车产量及涡轮增压产量预测 单位: 百万辆/套



资料来源: IHS、东兴证券研究所



资料来源: 盖瑞特财报、标普、KGP、东兴证券研究所

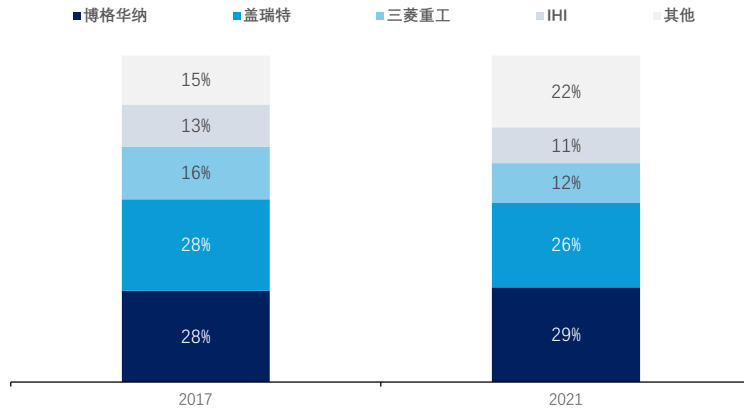
3. 投资亮点

3.1 公司全面覆盖全球涡轮增压主流企业, 凭借规模及工艺优势有望持续提升市场份额

涡轮增压系统行业已呈现寡头垄断格局。公司下游涡轮增压系统环节已基本呈现寡头竞争格局, 据鑫湖股份 2023 年报, 全球 Top 5 涡轮增压系统制造商为盖瑞特、博格华纳、三菱重工、IHI 及博马科技, 合计市场份额占比近 90%, 从历史份额变化来看, 行业竞争格局基本稳定, 其中盖瑞特、博格华纳份额基本稳定在 55% 以上。

- **盖瑞特:** Garrett Motion Inc. (股票代码 GTX) 是全球涡轮增压技术领导者, 拥有一流的工程中心、测试实验室、制造设备、全球客户支持和供应链管理体系。2017 年 10 月 10 日, 霍尼韦尔集团宣布分拆交通系统业务, 成立盖瑞特公司并于 2018 年在纽交所独立上市。公司目前客户包括上汽、一汽、广汽、吉利等国内主流车企, 以及大众、宝马、戴姆勒、福特、通用等全球领先车企集团
- **博格华纳:** Borgwarner Inc. (股票代码 BWA) 致力于为全球主要汽车生产商提供先进的动力系统解决方案, 是业界领先涡轮增压制造商之一, 在全球多个国家建立了多个制造和技术基地为世界各地的客户提供服务。公司目前客户包括丰田、大众、宝马、戴姆勒、捷豹路虎、比亚迪、现代-起亚、福特、通用、吉利、长安等
- **三菱重工:** 三菱重工业株式会社(股票代码 7011.T) 生产工业和基础设施业务类别下的涡轮增压器。该公司经营三个业务类别, 包括电力系统, 工业和基础设施, 轮船、飞机及国防和航天领域。公司目前生产网点有相模原工厂、荷兰、中国上海、泰国等 4 处, 客户包括通用、本田、宝马、雷诺、三菱等
- **博马科技:** BMTS Technology 前身是由德国博世公司和马勒公司于 2012 年共同建立的合资公司, 专注于涡轮增压器研发和制造。公司在欧洲、中国和美国都设有研发中心和制造基地, 为各区域客户提供全方位的服务, 公司目前的客户包括大众、宝马、通用、福特、吉利、上汽、长城、比亚迪等

图23: 全球涡轮增压系统行业竞争格局



资料来源: 鑫湖股份招股说明书、华经产业研究院、东兴证券研究所

公司客户全面覆盖全球主流涡轮增压企业。涡轮增压系统作为汽车零部件重要环节, 生产企业需要得到主机厂的合格供应商定点认证才可进入供应名单, 而海外主流厂商的认证周期较为漫长, 因此行业存在一定的进入壁垒, 与头部主机厂形成稳定的供应关系是涡轮增压系统生产企业维持行业地位的主要竞争优势。公司与盖瑞特、博格华纳、上海菱重、博马科技、丰沃等国内外主要涡轮增压系统厂商建立了长期稳定的战略合作关系, 全面覆盖下游市场份额超 2/3 的全球主流涡轮增压系统供应商, 公司产品广泛搭载于宝马、奔驰、大众、福特、丰田、比亚迪等主流整车集团旗下品牌, 客户优势显著, 我们认为凭借公司全面的客户覆盖以及终端产品的广泛配套, 公司行业竞争力有望持续凸显。

图24: 公司终端配套整车客户



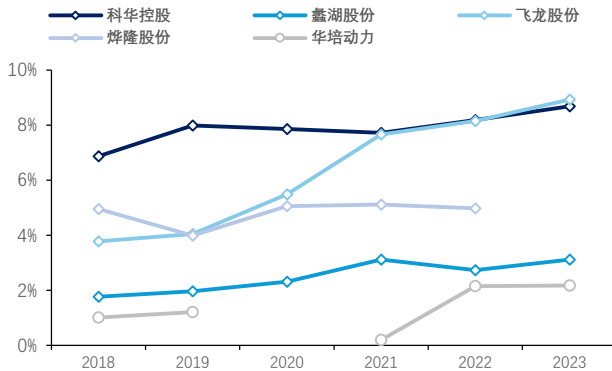
资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司具备规模优势, 竞争地位相对稳固。我们统计国内涡轮增压壳体主要竞争对手情况, 目前已上市或计划上市的公司主要包括飞龙股份 (002536.SZ)、鑫湖股份 (300694.SZ)、烨隆股份 (未上市, 已披露招股书)、华培动力 (603121.SH) 等, 其中华培动力与公司相同, 生产涡轮壳与中间壳, 鑫湖股份生产涡轮壳与压气机壳, 飞龙股份与烨隆股份在涡轮增压器环节均只生产涡轮壳产品。

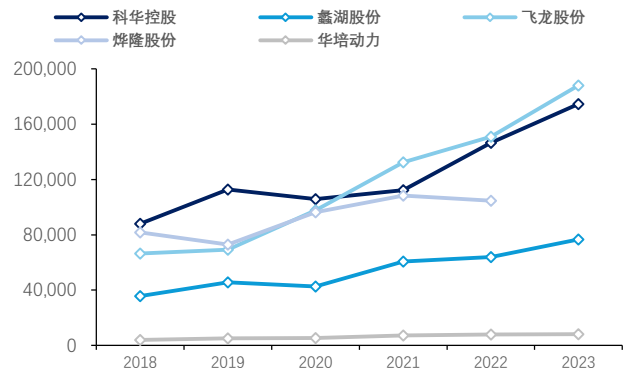
根据全球涡轮增压系统产量及各同业公司相关产品的销量情况, 公司自 2018 年来涡轮壳的全球市占率行业领先, 始终保持在近 8% 高于竞争对手的水平且呈现逐步提升趋势, 2023 年公司涡轮壳销量 435 万件, 实现营收 17.45 亿元, 规模与飞龙股份相当; 从产能角度, 除南厂区外, 公司涡轮壳与中间壳铸件设计产能达 1693 万件, 南厂区设计产能 945 万件, 完工后公司整体产能规模大于飞龙股份 700 万件, 公司规模优势较为显著。

图25: 公司与同业涡轮壳产品市占率对比

图26: 公司与同业涡轮壳产品营收规模对比 (万元)



资料来源: 各公司财报、IHS、东兴证券研究所



资料来源: 各公司财报、东兴证券研究所

多年深耕精密压铸与机加工领域, 生产与制造工艺优势凸显。公司自成立以来持续深耕精密压铸与机加工领域, 目前已形成较强的生产能力与制造工艺优势。在生产能力方面, 配备包括丹麦 DISA 垂直造型线、日本新东 FCMXIII 型造型线等全球领先的铸造生产线与数控加工设备, 且拥有年产 8.5 万吨的铸件能力, 可满足为下游零部件厂商与规模化和持续稳定供货高精度铸件, 同时具备生产军工、航空、新能源等诸多领域精密部件的制造潜力。在制造工艺方面, 公司在耐热钢、高镍钢等材料铸造方面已有较长且丰富的生产经验, 同时公司通过持续研发创新, 将 3D 打印、真空吸铸、涡轮壳自动化去毛刺等技术工艺导入并应用于生产制造环节, 提升生产效率与产品质量, 进而抬升企业整体的良品率并在成本端获得竞争优势。我们认为在下游客户格局稳定、公司行业市占率稳固的背景下, 公司有望凭借在精密铸造与机加工领域的制造与工艺优势持续巩固并提升自身的竞争地位。

3.2 涡轮增压系统固定成本占比高, 规模效应将带来更明显的业绩弹性

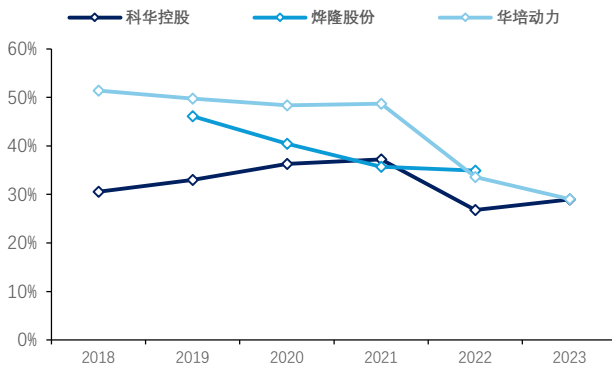
涡轮壳生产制造业务的固定成本占比较高, 根据披露涡轮壳营业成本构成的 3 家上市公司看, 制造成本占比普遍超过 30%, 过高的固定成本在产能利用率低时将显著抑制企业毛利率。公司产能利用率受疫情冲击下游需求及自身产能扩展爬坡双重影响在 2019-2022 年处于低谷期, 2019 年随行业规模下行产能利用率由 83% 下降至 2020 年 59%, 同期飞龙股份产能利用率由 47% 降低至 40%。2020-2022 年由于中关村厂区与南厂区两大项目逐步投产爬坡, 公司产能利用率相较行业需求回暖反弹趋势较弱, 进而导致公司毛利率回升不及预期。

公司 2016 年 IPO 募投中关村厂区项目与 2018 年投资南厂区项目合计投资超 23 亿元, 建设期分别为 2016-2020 年与 2018-2022 年, 其中 2018-2020 年为两项目同步建设阶段, 中关村厂区项目陆续投产, 前期产能爬坡阶段规模效应尚未得到释放, 导致公司固定成本未能有效摊薄, 折旧摊销占营收比例持续上升且高于同行业公司。2021 年公司折旧摊销占比达 9.3%, 同期同行业公司为 6~7%。后续随公司 IPO 募投项目爬坡达产叠加南厂区项目陆续投产, 制造费开始持续走低, 折旧摊销占比降低至 2023 年 7.8%, 同时 2023 年公司单位涡轮壳产品制造费用降低至 27.9 元, 均低于 2019 年同期水平, 验证了公司随规模效应逐步释放、成本端得到改善的趋势, 公司毛利率同频持续优化提升, 2023 年涡轮壳业务毛利率回升至 19.2%。

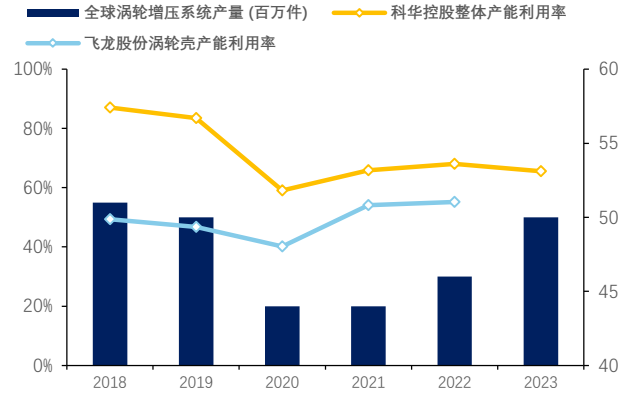
我们认为, 基于公司在产能规模与工艺维度的优势, 以及涡轮壳制造行业的特性, 预计未来伴随公司规模效应的逐步释放, 毛利率或存在进一步提升空间, 最终将带来经营质量的持续改善。

图27: 涡轮增压壳制造公司营业成本构成对比

图28: 公司与同业产能利用率变化趋势对比



资料来源: 各公司财报、东兴证券研究所



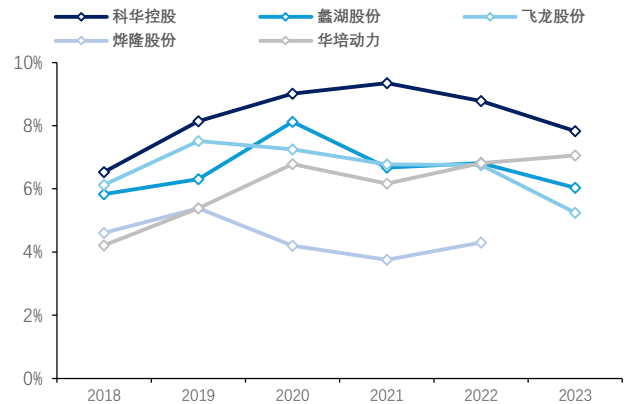
资料来源: 各公司财报、IHS、东兴证券研究所

表2: 公司各产能项目情况

产能项目	项目建设启动时间	达到使用状态时间	产品类型	设计产能 (万件)	投资金额 (亿元)
余桥厂区	-	-	铸铁	385	-
			铸钢	232	
中关村厂区	2016年	2020年	铸铁	856	11.87
			铸钢	100	
南厂区	2018年	2022年	铸铁	945	11.55
联华机械	-	-	铸铁	120	-

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图29: 公司与同业折旧摊销占营收比例对比

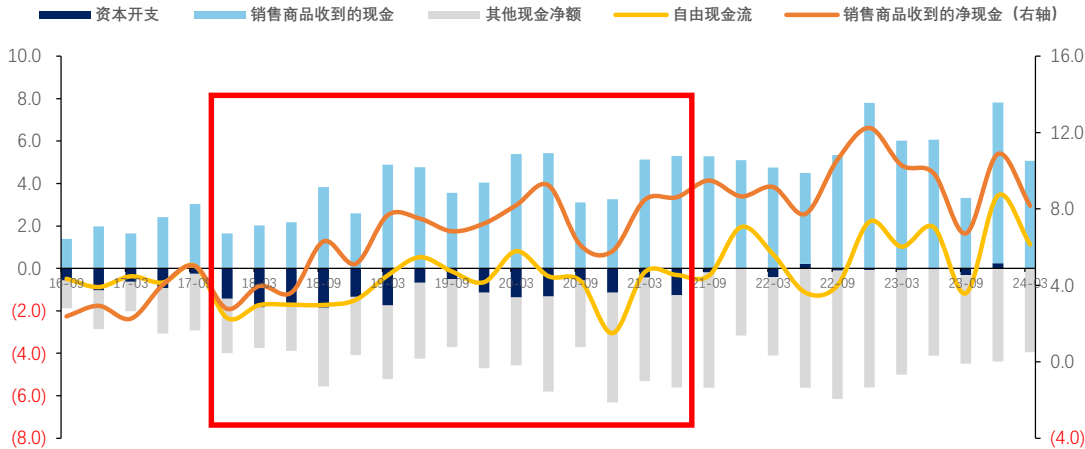


资料来源: 各公司财报、东兴证券研究所

3.3 现金流驶入增长通道, 资产负债率持续降低

项目投产结束大规模资本开支减少, 自由现金流开始贡献增量。2017-2021 年公司经历了中关村厂区与南厂区两大产能项目建设的扩张阶段, 购建固定资产等现金支出规模较大, 其中 4Q17-2Q21 平均每季度资本支出达 1.22 亿元, 公司现金状况处于承压状态。我们以 (经营性现金流净额减去购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金) 近似作为公司自由现金流的衡量标准, 公司在扩产阶段单季度自由现金流普遍为负。随着扩产项目逐步建成投产, 公司购建固定资产等的现金支出自 3Q21 开始明显减少, 同时公司营收规模的稳固增长, 从销售商品获得的净现金额持续攀升。凭借涡轮壳与中间壳两大主营业务的造血能力回升, 21H2 公司的自由现金流进入正向增长通道, 2023 年公司自由现金流基本实现稳定贡献增量且呈现逐季提升趋势。我们预计, 未来伴随公司在成本端的持续改善及主营业务相对稳定的营收表现, 公司整体现金状况有望进一步显现走强的趋势。

图30: 公司单季度自由现金流及资本开支 (亿元)

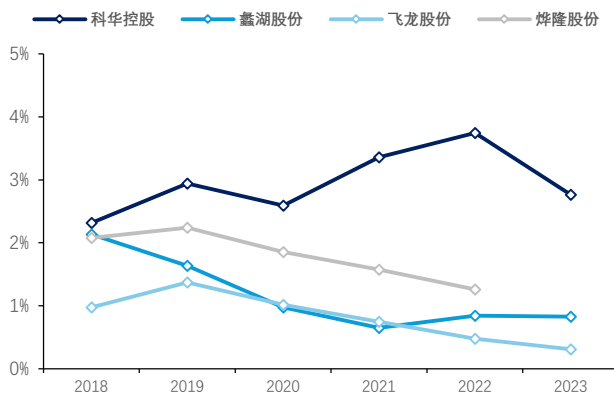


资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

扩张阶段杠杆提升导致利息费用高企, 近期主动偿还债务持续优化资本结构。自2018年扩张阶段开始公司持续提升财务杠杆导致利息费用持续提升, 在2021-2022年利息费用占营业收入比例由2018-2020年不足3%水平提升至2022年3.7%峰值, 且相较同业公司高2.5~3.3pct。主要系公司在疫情期间持续推进两大产能项目落地, 外部环境对需求影响冲击带来的资金端压力。2021年在中关村厂区项目基本实现落地投产的基础上, 公司开始主动降低自身财务杠杆, 当年净偿还债务达2.6亿元。随后2022-2023年维持降杠杆趋势, 三年累计净偿还债务6.0亿元, 使的公司资产负债率自21年峰值69%降低至23年61%, 24Q2进一步降低至53%。

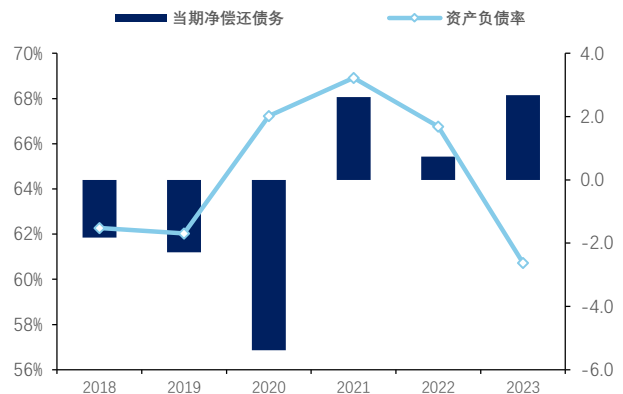
在当前公司现金流持续改善的背景下, 公司具备持续去杠杆的基础, 同时近年来公司表现出较强的主动降杠杆的意愿。我们认为若未来该趋势得到维持, 公司的财务费用有望持续优化, 将有效增厚自身盈利能力。

图31: 公司与同业利息费用占营收比例对比



资料来源: 各公司财报、东兴证券研究所

图32: 公司历年净偿还债务(亿元)*及资产负债率变化



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所, *净偿还为负即公司净吸收债务

4. 盈利预测与投资评级

公司为涡轮壳与中间壳全球细分龙头, 客户全面覆盖全球主流涡轮增压系统供应商, 行业竞争地位稳固。收入端方面, 全球混动化、燃油车型涡轮增压系统渗透率提升及后市场服务长期增长趋势有望支撑涡轮增压系统行业长期韧性, 未来公司营收表现有望维持稳健; 利润端方面, 伴随公司两大产能项目相继建成投产进而逐步释放规模效应有望摊薄制造成本, 盈利能力将得到持续改善; 现金流方面, 公司扩张期大规模资本支

出阶段结束, 主营业务造血能力凸显叠加主动优化自身资本结构, 公司整体现金状况有望进一步显现走强趋势。综上, 我们看好公司主营业务的稳定性, 以及利润端改善与现金流持续增长趋势下公司有望迎来的经营业绩拐点。

基于以上分析, 我们预计公司 2024-2026 年有望实现营收 28.53/31.14/34.00 亿元, 分别增长 9.09%、9.18%和 9.17%。其中涡轮壳业务营收分别为 19.57/21.91/24.48 亿元, 分别增长 12.1%、12.0%和 11.7%; 公司 2024-2026 年综合毛利率分别为 18.19%、18.37%和 18.56%。实现归母净利润 1.52/1.77/2.06 亿元, 对应 EPS 为 0.78/0.91/1.06 元。按照当前股价, 对应 PE 为 11x/9x/8x, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5. 风险提示

全球汽车需求不及预期、混动车型销量不及预期、燃油车涡轮增压系统渗透不及预期以及纯电新能源车渗透加速超预期等导致的涡轮增压系统需求不及预期, 镍、铁等主要原材料超预期上涨, 公司成本端与现金流改善不及预期, 涡轮增压系统行业竞争超预期, 海外政策及宏观变动影响等。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1,837.17	1,760.35	1,795.36	1,992.00	2,218.31	营业收入	2,262.40	2,614.82	2,852.58	3,114.39	3,400.09
货币资金	184.65	267.03	232.22	264.65	301.03	营业成本	1,957.80	2,154.23	2,333.64	2,542.14	2,769.08
应收账款	902.60	845.72	748.61	832.52	934.28	营业税金及附加	19.75	27.26	29.73	32.46	35.44
其他应收款	1.90	1.75	1.60	2.27	2.48	营业费用	34.88	36.25	39.15	42.32	46.66
预付款项	22.57	10.35	19.59	21.38	23.35	管理费用	84.16	89.67	99.78	110.02	121.32
存货	689.98	611.66	655.98	721.73	794.03	财务费用	48.18	67.68	41.84	36.56	26.57
其他流动资产	35.61	23.99	136.69	149.24	162.93	研发费用	75.87	99.13	109.23	120.44	134.12
非流动资产合计	1,982.59	1,793.28	1,640.23	1,479.57	1,318.03	资产减值损失	-28.90	-29.84	-32.55	-35.54	-38.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	-21.94	1.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,756.98	1,637.85	1,484.68	1,327.36	1,167.92	投资净收益	-8.16	-3.53	-2.61	-2.61	-2.61
无形资产	106.86	105.27	103.17	101.06	98.95	加:其他收益	22.73	28.60	8.80	8.80	8.80
其他非流动资产	94.59	44.63	50.13	50.13	50.13	营业利润	5.50	136.99	172.84	201.09	234.29
资产总计	3,819.76	3,553.63	3,492.45	3,528.43	3,593.20	营业外收入	1.03	0.33	0.46	0.46	0.46
流动负债合计	1,854.25	1,586.36	1,472.87	1,455.67	1,440.60	营业外支出	2.89	1.07	1.57	1.57	1.57
短期借款	465.54	457.52	490.83	419.80	344.59	利润总额	3.65	136.25	171.73	199.98	233.18
应付账款	795.51	518.90	567.16	623.38	685.14	所得税	-14.19	13.55	20.61	24.00	27.98
其他流动负债	593.20	609.94	414.88	412.49	410.86	净利润	17.84	122.71	151.12	175.98	205.20
非流动负债合计	695.73	571.75	497.98	430.50	369.67	少数股东损益	-1.69	-0.50	-0.61	-0.71	-0.83
长期借款	445.88	200.19	126.42	58.94	-1.88	归属母公司净利润	19.53	123.20	151.73	176.70	206.03
其他非流动负债	249.85	371.56	371.56	371.56	371.56	主要财务比率					
负债合计	2,549.98	2,158.11	1,970.84	1,886.17	1,810.27	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
少数股东权益	4.61	4.10	3.49	2.78	1.94	成长能力					
实收资本(或股本)	133.40	133.40	193.58	193.58	193.58	营业收入增长	19.27%	15.58%	9.09%	9.18%	9.17%
资本公积	715.19	715.18	677.48	677.48	677.48	营业利润增长	108.91%	2389.18	26.16%	16.35%	16.51%
未分配利润	416.58	542.84	647.06	768.42	909.93	归属于母公司净利	141.76%	530.94%	23.16%	16.45%	16.60%
归属母公司股东权	1,265.17	1,391.42	1,518.12	1,639.48	1,780.99	获利能力					
负债和所有者权益	3,819.76	3,553.63	3,492.45	3,528.43	3,593.20	毛利率(%)	13.46%	17.61%	18.19%	18.37%	18.56%
						净利率(%)	0.79%	4.69%	5.30%	5.65%	6.04%
						总资产净利润(%)	0.51%	3.47%	4.34%	5.01%	5.73%
						ROE(%)	1.54%	8.85%	9.99%	10.78%	11.57%
现金流量表						偿债能力					
						资产负债率(%)	67%	61%	56%	53%	50%
经营活动现金流	128.89	541.92	349.48	294.09	294.39	流动比率	0.99	1.11	1.22	1.37	1.54
净利润	17.84	122.71	146.65	171.51	200.73	速动比率	0.59	0.70	0.67	0.76	0.86
折旧摊销	203.90	210.31	178.55	180.66	181.54	营运能力					
财务费用	48.18	67.68	41.84	36.56	26.57	总资产周转率	0.59	0.74	0.82	0.88	0.95
投资损失	8.16	3.53	2.61	2.61	2.61	应收账款周转率	2.90	3.28	4.10	4.02	3.90
营运资金变动	-228.16	101.42	-20.95	-103.54	-123.33	应付账款周转率	3.52	4.62	4.58	4.53	4.49
其他经营现金流	78.97	36.28	0.77	6.28	6.28	每股指标(元)					
投资活动现金流	162.42	-10.12	-81.28	-24.42	-24.42	每股收益(最新摊)	0.10	0.64	0.78	0.91	1.06
资本支出	178.95	-102.36	20.00	20.00	20.00	每股净现金流(最新)	-0.43	0.19	-0.91	0.23	0.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊)	6.54	7.19	7.84	8.47	9.20
其他投资现金流	-16.53	92.24	-101.28	-44.42	-44.42	估值比率					
筹资活动现金流	-293.92	-389.66	-303.01	-237.24	-233.59	P/E	85.45	13.54	11.00	9.44	8.10
短期借款增加	-97.35	-8.02	-162.36	-77.87	-81.68	P/B	1.32	1.20	1.10	1.02	0.94
长期借款增加	-185.78	-245.69	-73.77	-67.48	-60.83	EV/EBITDA	10.13	6.74	5.84	5.15	4.56
普通股增加	0.00	0.00	60.18	0.00	0.00						
资本公积增加	-0.13	-0.01	-37.70	0.00	0.00						
现金净增加额	8.66	145.89	-34.81	32.43	36.38						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	汽车行业 2024 年中期投资展望: 混动化趋势持续, 格局与公司治理能力为王	2024-07-29
行业深度报告	氢能行业: 脱碳减排背景下需求空间广阔, 燃料电池重卡环节先行受益—氢能行业系列报告 (一)	2024-06-07
行业深度报告	汽车行业: 汽车生产模式的第三次变革, 从旧式生产力到新质生产力	2024-04-19
行业深度报告	汽车行业 2024 年投资展望: 新能源的分化趋势与零部件发展的 2.0 时代	2023-12-08
行业深度报告	汽车行业报告: 混动化趋势方兴未艾, 零部件企业进入成长机遇期	2023-07-07
行业普通报告	汽车行业 2 月销量点评: 乘用车需求承压, 汽车出口维持高增长	2023-03-13

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士, 多年汽车及零部件研究经验, 2009年至2021曾就职于国家信息中心, 长城证券, 方正证券从事汽车行业研究。2021年加入东兴证券研究所, 负责汽车及零部件行业研究。

研究助理简介

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士, 4年投资研究经验, 2022年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526