

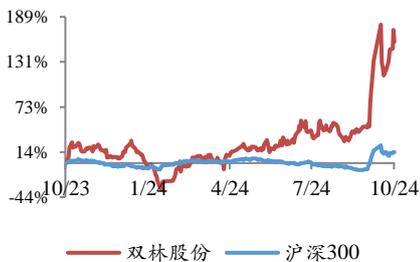
产品创新，奇点已至

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-10-23

收盘价 (元)	22.14
近 12 个月最高/最低 (元)	25.25/5.37
总股本 (百万股)	401
流通股本 (百万股)	387
流通股比例 (%)	96.58
总市值 (亿元)	89
流通市值 (亿元)	86

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

分析师：陈佳敏

执业证书号：S0010524040001

电话：13913026286

邮箱：chenjiamin@hazq.com

主要观点：

- **双林股份是产品多元的老牌汽配公司。**公司成立于 2000 年，成立之初主要经营汽车座椅系统零部件、注塑件及模具等产品，2014-2018 年公司通过收购先后进入汽车轮毂轴承、新能源汽车动力系统、汽车自动变速箱行业，通过多年技术积累及产品整合，目前形成了**座椅部件（汽车座椅水平驱动器及座椅电机）、汽车注塑件（汽车内外饰及精密零部件等）、轮毂轴承、新能源电驱动系统**四大产品。
- **在公司多元的产品线上，既有稳健增长的传统拳头产品（座椅部件、轮毂轴承），同时也在积极创新有更广应用前景的好产品（扁线电机、滚珠/柱丝杠），我们认为当前公司正处在新成长元年，将逐步兑现产品创新的 alpha 能力。**
座椅部件（传统产品）：包括座椅水平驱动器（HDM）、水平滑轨电机、抬高电机、靠背调角电机等座椅核心件，其中公司 HDM 产品市占率国内领先。随着汽车行业对座椅空间舒适要求提升，未来座椅水平调节的距离将更长、应用将增多；另外，新能源车降噪要求提升，PEEK 材料已在座椅水平驱动器中应用。公司深耕多年掌握提高 HDM 产品精度、性能、寿命的制造能力，同时具备创新能力，已与头部座椅公司深度合作，间接配套北美新能源头部汽车品牌、比亚迪、理想等车企。
轮毂轴承（传统产品）：全球轴承市场由外资主导，部分国内轴承厂商正逐步从中低端市场突围到高端市场。国内轴承产品与进口轴承相比，差距主要体现在精度、性能及寿命上，受到轴承材料、专用设备及加工工艺（尤其是热处理和磨加工）影响。公司在轮毂轴承领域具有深厚的技术积累，覆盖国内 OEM 市场和海外 AM 市场，是排名前十的国内轴承厂商之一。国内市场上，2024 年公司新取得上汽奥迪的配套项目，实现了高端合资客户的突破，未来有望在高端市场获取更多配套机会。海外市场上，公司境外投资新火炬泰国工厂，部分产品已取得泰国原产地证明，未来有望缓解出口北美的关税压力。
滚珠/柱丝杠（新产品）：滚珠丝杠由丝杠、螺母、换向装置和钢球组成，行星滚柱丝杠由丝杠、滚柱和螺母组成。其中丝杠的加工工艺流程更长、难度更大，核心在于热处理、磨削，这两点同样也是轴承制造的核心环节。凭借过去 HDM、轴承的生产，公司在如何控制精度、性能、寿命上已有积累，在研发生产丝杠产品上已具备技术基础。目前，公司已完成车用滚珠丝杠样件制造，样件在三方验证中，预计很快能够实现 EHB 制动用滚珠丝杠轴承项目定点；公司滚柱丝杠产品也已研发出样品，试制产线也在建设之中。
新能源电驱动系统（新产品）：新能源汽车电驱动系统由驱动电机、电机控制器和减速器构成，其核心的升级方向包括扁线电机、集成技术。2024 年公司的扁线电机三合一产品加速上量中，同时新获取北汽福田电机项目、五菱商用车电机电控二合一电桥项目，并积极与广汽、零跑、奇瑞等客户做技术交流和方案制定，预计未来收入、毛利率将继续提升。
- **投资建议：**市场担忧主要集中在公司业绩的稳定性与成长性，我们认为目前前期收购相关的影响已结束，实际经营业绩已改善并有进一步向上的驱动力。随着应用前景更好的新产品逐步推进，将进一步打开公司的成长空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 4.6 亿（含 1.2 亿业绩补偿款）、4.0 亿、4.8 亿元，对应增速 +465%、-13%、+20%，对应 2024 年 10 月 22 日 PE 21、24、20 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，海外贸易摩擦加剧，汽车行业竞争加剧，新产品开发和落地节奏不及预期，客户开拓不及预期等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4139	4822	5579	6222
收入同比 (%)	-1.1%	16.5%	15.7%	11.5%
归属母公司净利润	81	457	396	475
净利润同比 (%)	7.6%	465.1%	-13.4%	20.1%
毛利率 (%)	18.9%	20.5%	20.6%	21.1%
ROE (%)	3.7%	17.5%	13.2%	13.7%
每股收益 (元)	0.20	1.14	0.99	1.19
P/E	52.15	20.61	23.80	19.81
P/B	1.91	3.62	3.14	2.71
EV/EBITDA	8.15	11.48	12.16	10.27

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 基本情况：产品多元的老牌汽配公司	5
2 内外饰及机电部件：行业领先，稳健增长	8
2.1 座椅部件：深耕多年保持创新，充分受益行业应用升级	8
（一）行业：汽车座椅调节功能、材料升级	9
（二）竞争：研发及客户资源丰富，市占率行业领先	12
2.2 注塑件：凭借模具制造优势拓宽产品品类	13
3 轮毂轴承：行业前列，着眼全球	14
3.1 行业：国产供应商有望跻身高端市场	14
3.2 展望：进一步突破高端客户，积极布局海外市场	16
4 丝杠产品：较强技术禀赋下的新增长极	18
5 新能源电驱动系统：正处于加速上量阶段	21
6 盈利预测与投资建议：把握产品创新的 ALPHA 机会	23
6.1 业绩复盘：前期影响已经好转	23
6.2 业绩展望：未来有望再超预期	28
风险提示	32
财务报表与盈利预测	33

图表目录

图表 1 双林股份发展历史	5
图表 2 双林股份股权结构	6
图表 3 双林股份主要产品	7
图表 4 国内乘用车座椅行业格局	8
图表 5 乘用车座椅成本占比情况	8
图表 6 座椅核心件具体产品及功能	8
图表 7 座椅舒适性影响因素	9
图表 8 智己 LS7 副驾座椅长滑轨设计	10
图表 9 理想 L7 副驾座椅长滑轨设计	10
图表 10 小鹏 X9 第二排座椅长滑轨设计	10
图表 11 理想 MEGA 第二排座椅长滑轨设计	10
图表 12 座椅水平驱动器组成结构	11
图表 13 座椅水平驱动器中齿轮箱结构	11
图表 14 公司的座椅水平驱动器产品	12
图表 15 公司的主要下游客户	12
图表 16 公司内外饰及机电部件（座椅部件+注塑件）近年营业收入及增速	13
图表 17 公司内外饰及机电部件（座椅部件+注塑件）近年毛利率（%）	13
图表 18 全球八大轴承厂商基本情况	14
图表 19 2022-2023 年 TOP10 国内轴承厂商情况	14
图表 20 轴承制造核心工序	15
图表 21 双林新火炬乘用车轮毂轴承产品情况	16
图表 22 双林新火炬部分客户情况	17
图表 23 公司轮毂轴承近年营业收入及增速	17
图表 24 公司轮毂轴承近年毛利率（%）	17
图表 25 滚珠丝杠结构示意图	18
图表 26 行星滚柱丝杠结构示意图	18
图表 27 磨制丝杠加工核心工序	18
图表 28 砂轮磨削外螺纹示意图	19
图表 29 磨削加工中可能出现的加工误差情况	19
图表 30 EHB 制动系统中滚珠丝杠的应用	20
图表 31 EPS 转向系统中丝杠的应用	20
图表 32 双林股份在丝杠产品制造上已有技术基础	20
图表 33 扁线电机	21
图表 34 三合一电驱动系统	21
图表 35 公司新能源电驱动系统近年营业收入及增速	22
图表 36 公司新能源电驱动系统近年毛利率（%）	22
图表 37 双林股份收购历程	24
图表 38 双林股份收购资产对于利润表的影响	25
图表 39 双林股份近年（营业利润-（毛利-税金及附加-四费））（亿元）（主要和收购相关）	25
图表 40 双林股份 15Q1-24Q2 分季度（营业利润-（毛利-税金及附加-四费））（亿元）（主要和收购相关）	25
图表 41 双林股份近年商誉（亿元）	25

图表 42 双林股份近年资本开支及经营现金流净额 (亿元)	25
图表 43 双林股份近年营业收入情况	26
图表 44 双林股份近年扣非归母净利润情况	26
图表 45 双林股份近年 (毛利-税金及附加-四费) (亿元) (主要和经营相关)	26
图表 46 双林股份 15Q1-24Q3 分季度 (毛利-税金及附加-四费) (亿元) (主要和经营相关)	26
图表 47 双林股份近年期间费用率 (%)	27
图表 48 双林股份近年盈利水平 (%)	27
图表 49 双林股份 2024-2026 年收入及毛利率分拆情况	28
图表 50 双林股份 2024 年限制性股票激励计划	29
图表 51 双林股份近年销售费用明细项目金额 (亿元)	29
图表 52 双林股份近年管理费用明细项目金额 (亿元)	29
图表 53 双林股份近年研发费用明细项目金额 (亿元)	30
图表 54 双林股份近年财务费用明细项目金额 (亿元)	30
图表 55 双林股份近年销售、管理、研发薪酬 (万元)	30
图表 56 双林股份近年长期借款和短期借款 (亿元)	30
图表 57 双林股份 2024-2026 年盈利预测情况	31

1 基本情况：产品多元的老牌汽配公司

双林股份从汽车座椅核心件等内外饰产品起家，近年积极延伸产品品类。公司成立于2000年，成立之初主要经营汽车座椅系统零部件、注塑件及模具等产品，公司于2010年在深交所上市。2014年，公司收购湖北新火炬科技有限公司、新增汽车轮毂轴承产品；2015年，收购山东德洋汽车电子公司，开始进入新能源汽车动力系统行业；2018年，公司收购母公司双林集团旗下变速箱资产双林投资、新增汽车变速箱产品。公司通过多年技术积累及产品整合，目前形成了座椅部件（汽车座椅水平驱动器及座椅电机）、汽车注塑件（汽车内外饰及精密零部件等）、轮毂轴承、新能源电驱动系统四大产品。

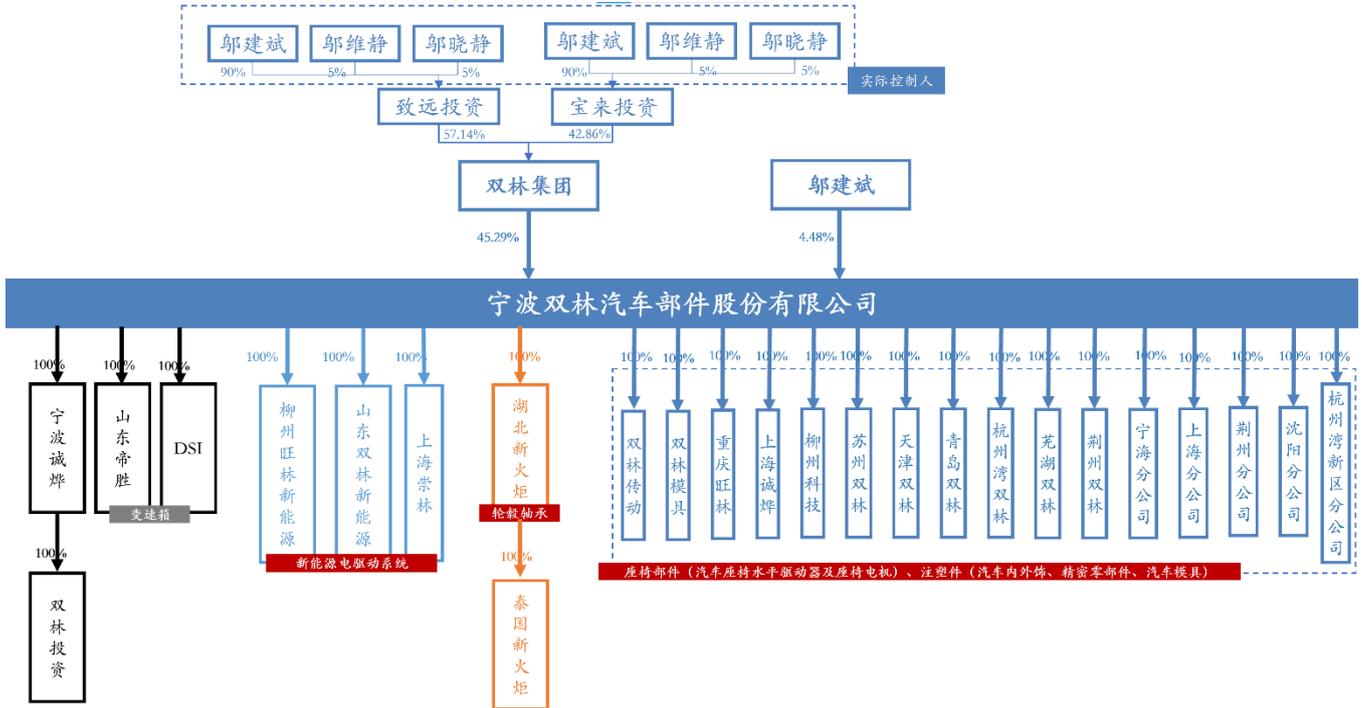
图表 1 双林股份发展历史

时间	事件	地点	主要产品
2000年	双林股份成立	宁海	
2003年	成立重庆旺林汽车配件有限公司	重庆	
2003年	成立上海诚辉汽车零部件有限公司	上海	汽车座椅系统零部件：汽车电动座椅水平驱动装置HDM、位置记忆电位器、软轴、各类座椅冲压
2005年	成立荆州分公司	荆州	组件（座椅侧板、座椅释放器等）等乘用车座椅零部件产品
	成立柳州分公司（已注销）	柳州	
2006年	成立宁波双林精密模具有限公司	宁海	汽车注塑件：汽车内外饰系统零部件、汽车发动机周边件、汽车空调塑料件等
	成立苏州双林汽车配件有限公司	苏州	
2007年	成立天津双林汽车部件有限公司	天津	汽车注塑件：汽车内外饰系统零部件、汽车发动机周边件、汽车空调塑料件等
	成立武汉分公司（已注销）	武汉	
2008年	成立上海崇林汽车电子有限公司	上海	
2008年	成立青岛双林汽车部件有限公司	青岛	
2010年	深交所上市	-	
2011年	成立宁波杭州湾新区双林汽车部件有限公司	杭州湾	汽车模具
	成立柳州双林汽车部件科技有限公司	柳州	
2013年	成立上海分公司	上海	
2014年	收购湖北新火炬科技有限公司	湖北	新增汽车轮毂轴承产品
2015年	母公司双林集团旗下双林投资收购DSI HOLDINGS PTY LIMITED	湖北	进入新能源汽车动力系统行业
	母公司双林集团旗下双林投资收购湖南吉盛国际动力传动系统有限公司（2023年底已注销）	湖南	
	收购山东德洋电子科技有限公司51%股权	山东	
	成立芜湖双林汽车部件有限公司	芜湖	
2016年	成立沈阳分公司	沈阳	进入汽车变速箱行业
	母公司双林集团旗下双林投资收购山东帝胜变速器有限公司（原山东吉利变速器有限公司）	山东	
2017年	收购上海诚辉汽车零部件有限公司	上海	汽车变速箱业务并入上市公司
	成立宁波诚辉汽车零部件有限公司	杭州湾	
2018年	成立杭州湾新区分公司	杭州湾	汽车变速箱业务并入上市公司
	收购双林投资100%股权	-	
2020年	成立柳州旺林新能源科技有限公司	柳州	报表新增新能源电驱动系统产品
	成立山东双林新能源科技有限公司	山东	
2021年	成立宁波双林汽车部件采购有限公司	宁波	
	成立宁波双林汽车传动系统有限公司	宁波	
2022年	宁波诚辉收购双林投资	-	
2023年	成立荆州双林汽车部件有限公司	荆州	

资料来源：公司公告，公司官网，wind，华安证券研究所

公司隶属于双林集团，近年内生外延完成业务开拓。双林股份母公司双林集团由邬建斌、邬晓静、邬维静全资控股，1987年从家电制造行业起步、2000年转型进入汽车零部件行业，目前双林集团业务涵盖制造、教育、旅游等多个产业。双林股份是双林集团体系内专注于汽车零部件生产的供应商，截至24Q3末邬建斌、邬晓静、邬维静合计持股49.77%，为公司实控人。近年双林股份通过集团内的股权整合、业务协同，旗下分、子公司形成明确业务划分，产能遍布上海、宁波、苏州、重庆、柳州、芜湖、天津、沈阳、襄阳、荆州、青岛、临沂等多地。

图表 2 双林股份股权结构



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

公司经营产品多元、直接或间接配套下游主机厂。根据公司报表，公司核心产品分为三大类：内外饰及机电部件、轮毂轴承单元、新能源电驱动系统业务，具体：

- 1) **内外饰及机电部件**：包括 **a) 座椅部件**：包括座椅水平驱动器（HDM）、水平滑轨电机、抬高电机、靠背调角电机等，作为 Tier2 通过佛吉亚、李尔等座椅公司间接配套下游主机厂。**b) 注塑件**：包括仪表台、前后保险杠、门板、中控等，直接间接配套于上汽通用五菱、上海大众、重庆长安等主机厂。2023 年公司内外饰及机电部件业务实现营收 23.8 亿元、营收占比 57%、毛利率 17.7%，作为公司传统业务近年基本保持稳健增长。
- 2) **轮毂轴承单元**：经营主体主要是湖北新火炬（即双林新火炬）、国内轮毂轴承领先企业之一，覆盖国内 OEM 市场和海外 AM 市场，国内市场直接或间接配套于上汽通用五菱、上海大众、重庆长安等主机厂，海外主要为北美汽车后市场。2023 年公司轮毂轴承单元实现营收 12.1 亿元、营收占比 29%、毛利率 23.6%。
- 3) **新能源电驱动系统**：包括电机、控制器、VMS、BMS 等核心模块，直接配套上汽通用五菱、奇瑞等客户。2023 年公司新能源电驱动业务快速增长，实现营收 2.7 亿元、营收占比 6.5%、毛利率 5.8%，预计今年扁线电机的放量能够带动新能源电驱动系统的快速增长。

图表 3 双林股份主要产品

主要产品		经营主体	经营模式	主要客户	2023年营业收入 (亿元)	2023年毛利率 (%)	
内外饰及机电部件	座椅部件	座椅水平驱动器 (HDM) 水平滑轨电机、抬高电机、靠背调角电机	双林传动、重庆旺林、杭州湾双林、柳州科技、芜湖双林、山东双林、苏州双林、天津双林、青岛双林、荆州双林等	T2	佛吉亚、李尔等座椅企业	23.8	17.7%
	注塑件	仪表盘、前后保险杠、门板、中控等		T1/T2	上汽通用五菱、上海大众、重庆长安等整车厂		
轮毂轴承单元		双林新火炬	国内T1/T2 海外后市场	东风日产、通用五菱、上汽大众、长安汽车等	12.1	23.6%	
新能源电驱动系统	电机、控制器、VMS、BMS等核心模块	柳州旺林新能源、山东双林新能源等	T1	通用五菱等	2.7	5.8%	
其他业务	模具等	双林模具等	T1/T2	-	2.9	21.8%	
整体合计					41.4	18.9%	

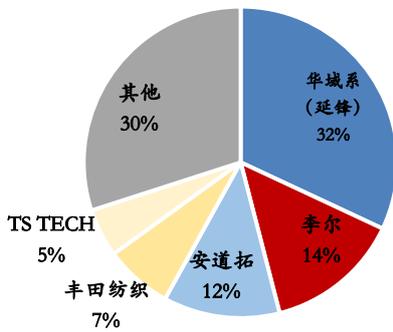
资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

2 内外饰及机电部件：行业领先，稳健增长

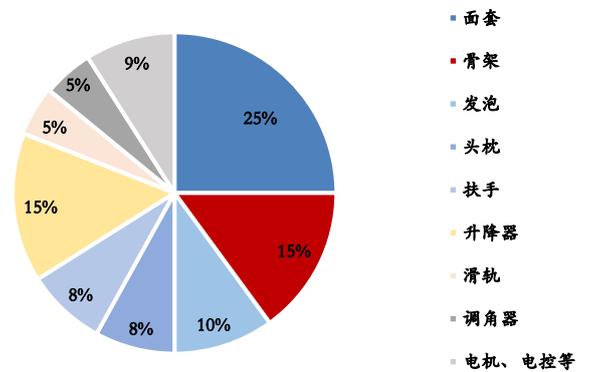
2.1 座椅部件：深耕多年保持创新，充分受益行业应用升级

座椅核心件是乘用车座椅重要组成部分，制造难度较大、多由外资生产制造。乘用车座椅相比于其他座舱内硬件对安全性、舒适性、质量要求更高且单车价值量更大，国内市场参与者以外资龙头为主，其中安道拓（含延锋）、李尔、丰田纺织、TS 市场份额约占 70%。在座椅的组成结构中，滑轨、调角器、驱动器、电机等座椅核心部件约占座椅成本的 35%，其既影响舒适性、也影响安全性，对精度、强度等制造要求高，因此座椅核心件的生产技术难度大、壁垒高，过去多由外资生产制造。

图表 4 国内乘用车座椅行业格局



图表 5 乘用车座椅成本占比情况



资料来源：观研天下，华安证券研究所

资料来源：华安证券研究所整理

座椅水平驱动器(HDM)及座椅电机都是座椅核心部件。座椅核心件具体包括：滑轨、调角器、驱动器、记忆器以及座椅电机。其中，HDM 产品属于座椅驱动机构，安装于汽车座椅底部的滑轨内，与滑轨配合实现汽车电动座椅前后位置的自动调节，主要由微电机、精密蜗轮、蜗杆、减速齿轮、丝杆等一系列零件组成的座椅水平驱动系统。座椅电机产品主要为调节座椅提供动力实现汽车座椅电动控制，包括水平滑轨电机、调角电机、抬高电机等。

图表 6 座椅核心件具体产品及功能

座椅核心件	功能
 座椅滑轨	是调节座椅前后、保持固定与锁止的装置，配合电机和驱动器可实现座椅的水平调节
 座椅调角器	是实现汽车座椅靠背仰卧和折叠运动的装置，在座椅上成对使用，可采用单边锁止或者双边锁止
 座椅驱动器	实现座椅位置自动调节
 座椅记忆器	获取座椅电机转动数据（即汽车座椅的位置数据）
 座椅电机	为调节座椅提供动力实现汽车座椅电动控制，包括水平滑轨电机、调角电机、抬高电机

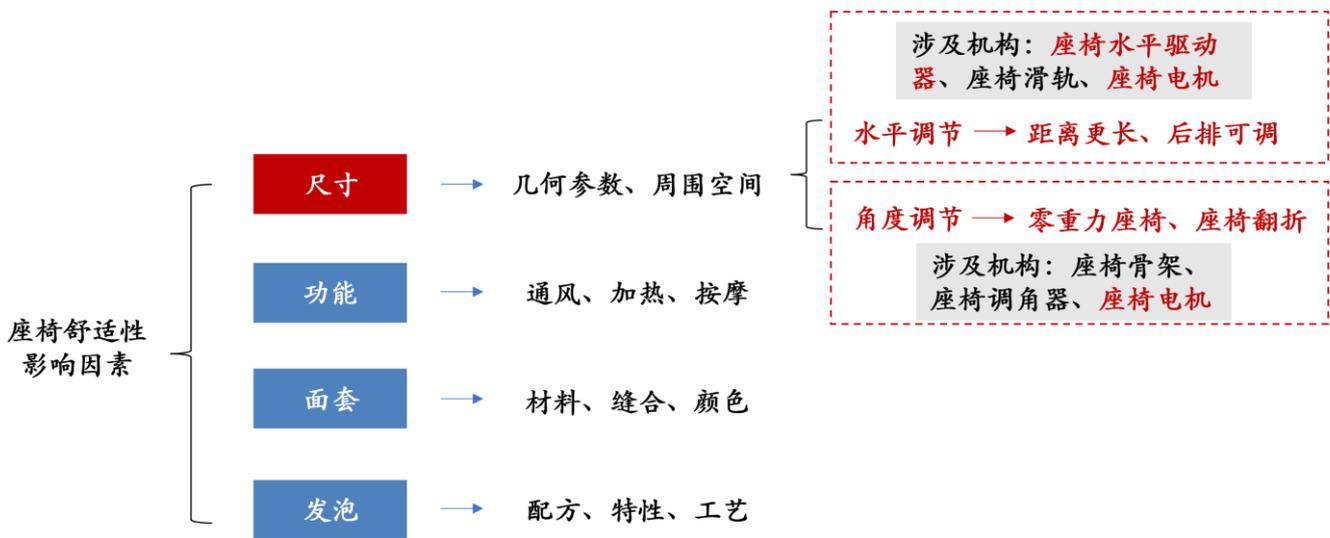
资料来源：观研天下，华安证券研究所

(一) 行业：汽车座椅调节功能、材料升级

趋势一：舒适性要求提升，汽车座椅调节功能升级

汽车座椅作为驾乘人员最直接接触的汽车部件，直接影响乘坐体验，因此各大主机厂通过提升座椅舒适性打造差异化卖点。影响座椅舒适性的因素包括尺寸、功能、面套、发泡，其中改善座椅尺寸的设计包括水平调节（距离更长、后排可调）、角度调节（零重力座椅、座椅翻折）等，座椅水平调节涉及的机构件包括座椅水平驱动器、座椅滑轨及座椅电机，角度调节涉及的机构件包括座椅骨架、座椅调角器及座椅电机。

图表 7 座椅舒适性影响因素



资料来源：华安证券研究所整理

更长的水平调节距离可赋予驾乘者更灵活、宽敞、舒适的空间。随着对更灵活的车内空间需求，座椅的水平调节距离已经从过去的 200-300mm 升级到最大 2000mm。例如，智己 LS7 副驾座椅搭载了一条 1955mm 的超长电动滑轨，同时能够 90°全水平翻折并收入中控台下，使得右侧前后两个座位能够联动地变换形态，适应不同的出行场景；理想 L7 通过对副驾座椅横梁、骨架、滑轨总成再设计，使得副驾座椅相对于主驾座椅能够再向前移动 50 毫米，保证后排“皇后座”的尊贵乘坐感受。

图表 8 智己 LS7 副驾座椅长滑轨设计



资料来源：智己汽车官网，华安证券研究所

图表 9 理想 L7 副驾座椅长滑轨设计



资料来源：易车网，华安证券研究所

后排座椅带水平调节功能可保障 MPV 的后排座舱空间利用。除前排座椅有滑轨设计，目前 MPV 新车后排多应用长滑轨进行水平调节提升车内空间利用。例如，小鹏 X9 采用 2+2+3 的座椅布局，二排座椅电动滑轨长达 1100mm，可配合第三排一键便捷进出功能，二排座椅可以全电动往前挪位置，留给第三排进出空间高度达 1315mm；理想 MEGA 采用 2+2+3 的座椅布局，第二排座椅带独立滑轨，确保了后排座舱的宽敞与舒适。

图表 10 小鹏 X9 第二排座椅长滑轨设计



资料来源：小鹏汽车官网，华安证券研究所

图表 11 理想 MEGA 第二排座椅长滑轨设计



资料来源：理想汽车官网，华安证券研究所

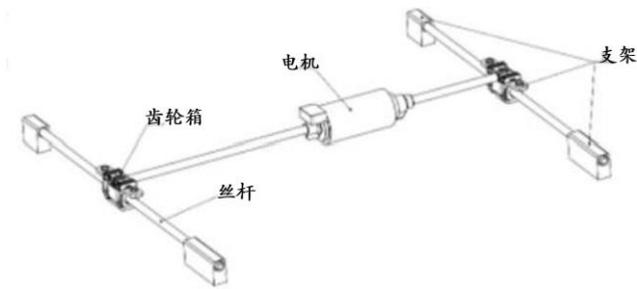
趋势二：新能源车降噪要求提升，PEEK 材料已在座椅水平驱动器中应用

座椅水平驱动器的精度、性能、寿命均有行业法规要求。座椅水平驱动器由齿轮箱、支架及丝杆组成安装在汽车滑轨内，由电机驱动通过一定减速比的齿轮箱结构实现高速运转的旋转运动转化为低速的直线运动，以实现汽车座椅前后移动。根据 T/ZZB 3308—2023《乘用车座椅水平驱动器》规定，座椅水平驱动器需满足精度、性能、寿命要求：

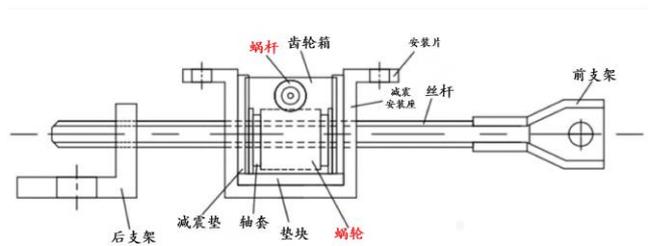
- 1) 驱动器行程公差：驱动器行程公差应 < 1 mm。
- 2) 总成运行噪声：驱动器安装在滑轨总成内运行时，滑轨总成水平运动时噪声应小于 43db(A)。
- 3) 总成运行振动：驱动器安装在座椅总成内带负载水平运动时，振动加速度幅值应小于 5.88 mm/s²，全行程振动 RMS 值小于等于 0.5 mm/s²。
- 4) 单支滑轨纵向锁止强度：驱动器安装在单支滑轨内时，单支滑轨纵向锁止强度向前大于 19500N，向后大于 12000N。

- 5) **总成拉拔力:** 单只驱动器总成拉拔力大于 19000N。
- 6) **工作耐久性:** 驱动器安装在滑轨总成内时, 滑轨总成在负载 800N 加座椅重量下, 20000 次工作耐久试验, 应能正常工作, 无明显变形和机械损伤出现, 且符合总成运行噪声要求。
- 7) **颠簸蠕动性能:** 驱动器安装在滑轨总成内时, 滑轨总成应经 300000 次的颠簸蠕动试验后, 滑轨总成功能应正常, 无裂纹产生。
- 8) **高低温性能:** 驱动器安装在滑轨总成内时, 滑轨总成经高低温试验后, 滑轨总成无异常现象, 且无油脂滴落等现象。速度、举升力变化不大于 25%, 噪音增加不大于 3dB(A)。

图表 12 座椅水平驱动器组成结构



图表 13 座椅水平驱动器中齿轮箱结构



资料来源: X 技术, 华安证券研究所

资料来源: X 技术, 华安证券研究所

新能源车对座椅水平驱动器的静谧性要求更高。座椅水平驱动器的齿轮箱包含一对相互啮合的蜗杆和蜗轮组成的减速机构, 蜗轮有内螺纹并与丝杆外螺纹啮合形成机械传动。由于新能源车对座舱静谧性、空间利用要求更高, 座椅水平驱动器针对蜗轮蜗杆材料、新型传动啮合原理设计持续升级:

- 1) **采用 PEEK 材料:** 采用塑料斜齿轮代替蜗轮与金属蜗杆啮合, 具有较好的散热、吸振与降噪作用。为了进一步降低水平驱动器噪声和制造成本, 进而采用塑料蜗杆替代金属蜗杆, 实现全塑轮系进行研发。常使用的塑料材料为聚醚醚酮 (PEEK450G) 塑料蜗杆, 可与金属蜗轮啮合传动。
- 2) **新型传动啮合设计:** 将减速机构置于丝杆中部使座椅水平电机、电机支架等部件安装更加紧凑、体积缩小。丝杆两端部直接固定于下导轨的前、后支撑, 工作时不会转动, 避免丝杆高速转动带来的振动, 具有外形小巧、安装方便、结构简单紧凑的优点。

(二) 竞争：研发及客户资源丰富，市占率行业领先

技术优势：深耕多年掌握 HDM 产品 know-how，同时具备创新能力。自 2000 年起，公司就开展了座椅水平驱动器 HDM 的立项研发工作，是国内自主研发该产品最早的民营企业。公司始终致力于汽车座椅核心部件和汽车电子控制模块如座椅驱动器、座椅电机、座椅位置记忆模块、车窗防夹控制模块和植绒软轴等产品的自主创新与研发，下设结构实验室、电子实验室、NVH 实验室和测量室等，在产品的整个研发过程中 85% 以上的验证试验可以在内部完成，保障产品设计的可靠性。针对新能源车型对 HDM 产品噪音方面的要求更高，公司的 HDM 产品也在根据市场需求，不断进行技术创新。公司有 PEEK 材料蜗杆产品，该产品已成熟应用在公司座椅水平驱动器（HDM）业务领域多年。

客户优势：量产多年，与国内座椅龙头深度合作，间接配套北美新能源头部汽车品牌、比亚迪、理想等主流车企。公司现已成为国内生产和销售汽车座椅水平驱动器规模最大的企业之一，在汽车零部件行业的地位和影响力也是与日俱增。公司生产的座椅驱动器及座椅电机产品配套包括佛吉亚、李尔、安道拓等座椅企业，间接配套包括某北美新能源头部汽车品牌、比亚迪、理想、小鹏、蔚来、长安、吉利、奇瑞等终端车企，处于行业领先地位。2023 年，公司 HDM 产品出货量约 3000 万件，成为国内生产和销售 HDM 规模最大的企业之一。

图表 14 公司的座椅水平驱动器产品



驱动器

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 15 公司的主要下游客户



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2 注塑件：凭借模具制造优势拓宽产品品类

公司利用多年模具制造优势创新多种注塑产品。公司注塑件产品主要包括仪表台、前后保险杠、门板、中控等汽车内外饰零部件，安全气囊组件、精密传动部件等其它精密功能件。公司下属子公司宁波双林模具有限公司是国家级高新技术企业、中国模具工业协会常务理事单位、中国模具工业协会认定的中国精密注塑模具重点骨干企业、浙江省专利示范企业等，建有独立的模具研发中心，配有试模中心、联合创新实验室。双林模具在汽车注塑模具行业享有较高的知名度，在汽车门板、保险杠、仪表台、天窗、长玻纤门基板、大型双色模等内外饰产品以及塑料齿轮、安全气囊、供油系统、水室气室等精密注塑模具领域具有较强的开发能力。

公司产能布局充沛，客户资源丰富。在汽车内外饰系统零部件领域，公司在柳州、重庆、青岛、宁波、上海等地建立了生产基地，主要配套上汽通用五菱、上海大众、重庆长安等整车厂。

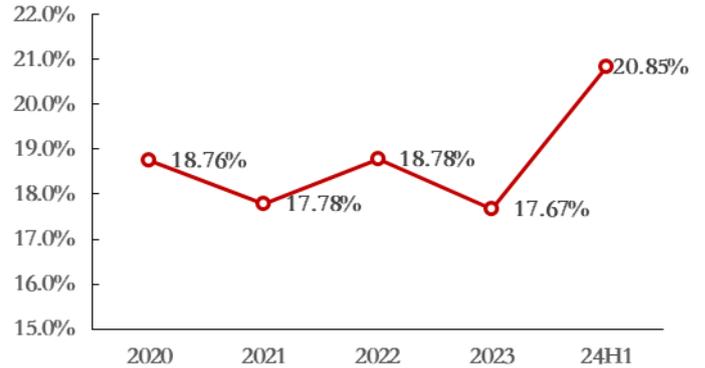
2024年上半年公司内外饰及机电部件（座椅部件+注塑件）业务实现营收12.1亿元、同比+12.8%，毛利率20.9%、同比+3.4pp，作为公司传统核心业务近年规模基本保持稳健、毛利率在17-21%区间内。

图表 16 公司内外饰及机电部件（座椅部件+注塑件）近年营业收入及增速



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 17 公司内外饰及机电部件（座椅部件+注塑件）近年毛利率 (%)



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

3 轮毂轴承：行业前列，着眼全球

3.1 行业：国产供应商有望跻身高端市场

全球轴承市场由外资主导。目前，全球轴承高端市场主要被欧美日企业垄断，已经形成由瑞典、德国、日本、美国四个国家的八家大型轴承企业垄断竞争的状态，以瑞典斯凯孚 (SKF)、德国舍弗勒 (Schaeffler)、日本恩斯科 (NSK)、捷太格特 (JTEKT)、恩梯恩 (NTN)、美国铁姆肯 (TIMKEN)、美蓓亚 (NMB)、不二越 (NACHI) 轴承生产商等为代表的大型制造商占据了约 70% 的主要市场份额。

图表 18 全球八大轴承厂商基本情况

地区	公司名称	基本情况	2023年		
			营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率 (%)
欧洲	斯凯孚 (SKF)	创建于1907年，总部位于瑞典，是世界最大的滚动轴承制造公司之一，其业务范围包括轴承制造和密封件生产以及轴承相关工具的推广，为客户提供各种解决方案和服务	738.6	45.5	6.2%
	舍弗勒 (Schaeffler)	创建于1946年，总部位于德国，是全球范围内生产滚动轴承和直线运动产品的领导企业，也是汽车制造业中极富声誉的供应商之一	1282.1	24.4	1.9%
日本	日本精工 (NSK)	创建于1916年，是日本国内第一家设计生产轴承的厂商，其核心轴承产业在日本排名第一，世界排名第三。几十年来，NSK开发出无数新型轴承，满足世界各地用户的需求。NSK凭借其在精密加工方面的技术优势，不断开发汽车零部件、精密机械组件等高精密产品，在电子应用等领域积极开展多元化经营	372.0	4.0	1.1%
	恩梯恩 (NTN)	主要生产和销售汽车、工业机械和维修商业市场的车轴轴承，等速万向节和精密设备，其产品包括轴承、滚珠丝杠等	394.4	5.0	1.3%
	捷太格特 (JECKET)	主要生产和销售转向和驱动系统部件，包括电动助力转向和液压力转向系统、驱动轴和四轮驱动(4WD)电子控制联轴器，以及球轴承，滚子轴承，轴承单元等轴承产品	892.0	19.0	2.1%
	美蓓亚 (NMB)	主要从事微型球轴承的制造，具体包括微型和小型球轴承、杆端和球面轴承、滚子轴承以及用于航空航天的中大型球轴承等	661.2	25.5	3.9%
	不二越 (NACHI)	轴承产品运用了公司在生产高质量材料和工具制造中积累的研磨、热处理技术，加长使用寿命的同时进一步提高速度和精度并精简结构，产品广泛应用于汽车与工业机械各个领域	128.4	3.1	2.4%
美国	铁姆肯 (TIMKEN)	是世界上最大的圆锥滚子轴承和无缝合金钢管制造公司，主要产品包括圆锥滚子轴承和圆柱、球面、滚针以及精密球轴承等。	337.8	27.9	8.3%

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所整理

部分国内轴承厂商正逐步从中低端市场突围到高端市场。国内轴承行业规模以上企业约有 1500 多家，但企业规模普遍比较小，市场竞争主要体现在中低端产品市场层面。但部分优质的国内轴承供应商与海外跨国轴承公司的差距正逐渐缩小，已实现部分高端产品的国产替代。目前，国内排名前十的轴承供应商有人本股份、万向钱潮、浙江天马、洛轴 LYC、瓦轴集团、五洲新春、新强联、慈兴集团、环驰轴承、双林新火炬。

图表 19 2022-2023 年 TOP10 国内轴承厂商情况

2022年				2023年			
排名	公司	营业收入 (亿元)	市占率 (%)	排名	公司	营业收入 (亿元)	市占率 (%)
1	人本股份			1	人本股份		
2	万向钱潮	96	4.3%	2	万向钱潮	102	4.7%
3	浙江天马			3	浙江天马		
4	瓦轴集团	20	0.9%	4	洛轴LYC		
5	洛轴LYC			5	瓦轴集团	20	0.9%
6	五洲新春	19	0.8%	6	五洲新春	18	0.8%
7	新强联	21	1.0%	7	新强联	23	1.0%
8	双林新火炬	16	0.7%	8	慈兴集团		
9	慈兴集团			9	环驰轴承		
10	环驰轴承			10	双林新火炬	12	0.6%
全行业营业收入 (亿元)		2232		全行业营业收入 (亿元)		2180	

资料来源：前瞻产业研究院，wind，华安证券研究所。注：新强联营业收入为公司年度报告中披露的“回转支承及配套产品”项目营业收入，无营业收入数据的公司未上市。

轴承产品的制造壁垒体现在材料、设备及工艺上。经过多年的发展，在中低端的通用轴承及零部件领域，国内企业产品已经能够满足市场需要，但在一些中高端领域，国内产品与进口轴承相比，尚存在一定的差距，主要体现在精度、性能及寿命上，具体包括尺寸公差与旋转精度的差距、高速性能的差距、噪音与异音的差距、寿命的差距、特殊工况应用的差距等方面，同时受到轴承材料、专用设备及加工工艺影响：

1. **轴承材料**：核心在于轴承钢技术的钢材纯净度、非金属夹杂物细小弥散、碳化物均匀性等，受到特钢企业的轴承钢冶炼和轧制的技术和装备影响。
2. **专用设备**：核心在于车加工数控率、磨加工精度及自动化水平、检测试验仪器设备的先进程度等。
3. **加工工艺**：1) **热处理**：高效化、小变形热处理等技术对于降低能耗、提高轴承制造效率尤为重要。轴承的制造必须经过以淬火硬化为目的的热处理工序后才能满足性能要求，在整个的轴承制造工序中，热处理占据约 25% 的总能耗，轴承热处理后的变形量也决定了后续工序的磨削余量。2) **磨加工**：用砂轮等磨料、磨具对使零件的尺寸、形位精度及表面质量等达到成品轴承零件的设计要求，作为精加工工序对于实现高精度、高性能尤为关键。

图表 20 轴承制造核心工序

核心工艺	涉及设备	具体工序
下料	剪裁设备	选用不同宽度的切断刀具，将棒料剪切成符合工艺规定长度的棒材
锻造成型	高速锻设备	选用不同规格的模腔模具，将棒材加热到一定温度后挤压成符合工艺规定形状和尺寸的桶状或环状坯料（即锻件）
球化退火	热处理炉	选择不同的进料摆放方式、加热温度和时间，将锻件加热至一定温度并进行冷却和等温，使组织由片状珠光体转化为球状珠光体
冷辗	冷辗设备	选用不同规格的辗压轮和辗压轴，将退火后的锻件冷辗成符合工艺规定形状和尺寸的坯料
车加工	车床或自动旋削连线设备	将锻件或管件车削成符合工艺规定形状和尺寸的车加工成品。车削通常分为粗车和精车，车削表面包括内、外圆端面、外圆、内孔、沟道、倒角和密封槽等
热处理	热处理炉	将车削加工后的轴承套圈进行淬火及回火处理，实现从珠光体到马氏体的转变，控制项目包括硬度、金相、脱碳层深度和外观等
来料验收	检测仪器、设备	对内圈、外圈热处理件、滚动体、保持架、密封件和油脂等配件进行检测和验收
端面磨削	轴承专用双端面磨床	依据不同的毛坯尺寸、选择不同规格的砂轮、导板和送料盘，对内、外圈两端面进行磨削，主要控制项目包括端高尺寸、平行度和表面粗糙度和外观
外圆磨削	轴承专用外圆磨床	依据不同的毛坯尺寸、选择不同规格的砂轮、导板，对内、外圈的外圆柱面进行磨削，主要控制项目包括外径尺寸、椭圆度、锥度、圆度、垂直度、表面粗糙度和外观
沟道磨削	轴承专用沟道磨床	依据不同的毛坯尺寸、选择不同规格的砂轮、靠山和支撑，对内、外圈的沟道进行磨削，主要控制项目包括沟径尺寸、沟曲率、沟道椭圆度、圆度、沟位、沟侧摆、壁厚差、表面粗糙度和外观
内径磨削	轴承专用内圆磨床	依据不同的毛坯尺寸、选择不同规格的砂轮、靠山和支撑，对内圈的内圆柱面进行磨削，主要控制项目包括内径尺寸、椭圆度、锥度、直线度、表面粗糙度和外观
沟道超精	轴承专用超精研设备	依据不同的零件尺寸、选择不同规格的油石、摆头和压轮，对内圈和外圈的沟道进行超精研，主要控制项目包括超精深度、沟道圆度、轮廓度、波纹度、表面粗糙度和外观
退磁、清洗	轴承专用清洗设备	依据不同的零件尺寸、选择不同的摆放方式、加工时间和压力，对内圈、外圈半成品和成品进行退磁和清洗，主要控制项目包括残磁量、清洁度、清洗液含污量
装配	自动装配线	对内圈、外圈、钢球、保持架、密封件和油脂进行组装，其中包括分选、合套、分球、铆接、注脂、压盖等一系列过程
成品检验	轴承专用检测设备	游隙检测，注脂量检测，扭矩和振动速度、加速度检测，五项旋转精度检测。

资料来源：人本股份招股说明书，华安证券研究所

3.2 展望：进一步突破高端客户，积极布局海外市场

技术优势：公司在轮毂轴承领域具有深厚的技术积累。公司全资子公司双林新火炬为公司轮毂轴承业务的经营主体，具有年产 1800 万套轮毂轴承及单元的生产能力，是我国轮毂轴承行业的领先企业。公司的技术中心试验室分为性能实验室和材料实验室两部分，并通过了 CNAS17025。其中，性能试验室能进行与轮毂轴承的相关试验 30 多项，拥有试验检测设备 50 余台套，是国内轮毂轴承试验能力突出的厂家；材料试验室拥有国内外高水平检测、分析设备 20 余台套，具备强大的材料分析、产品失效分析能力。公司拥有 50 项国家专利、3 项国家级重点新产品，3 项国家火炬计划重点项目，参与起草与修订轴承国家/行业标准 15 项。

图表 21 双林新火炬乘用车轮毂轴承产品情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

客户优势：突破高端合资客户，积极布局海外市场。国内市场，公司轮毂轴承产品已为比亚迪、长安、吉利、赛力斯、长城、奇瑞等多家自主车企供货，后续新项目包括比亚迪、阿维塔、极氪、小鹏等，2024 年公司新取得上汽奥迪的配套项目，实现了高端合资客户的突破，未来有望在高端市场获取更多配套机会。海外市场，公司主要通过后市场将产品远销北美，欧洲及东南亚市场。公司的高质量的产品和优质的服务得到国内外客户的好评，多次获得长城汽车、长安汽车及北美 AD 等公司的嘉奖，以及 AAP 客户颁发 2023 年度最佳合作伙伴奖、长城汽车颁发“优秀供应商”奖。

公司境外投资新火炬泰国工厂，开启海外扩张。公司已布局 3 条高端轮毂轴承生产线，实现全工艺流程本地化生产，2024 年 5 月已开始小批量产，满产后月产量预计达 4.5 万套，主要客户包括北美大型汽配零售商等。目前，泰国工厂产品已获得美国海关的原产地认证并收到 e-Ruling 认证函，部分产品已取得泰国原产地证明，未来有望缓解出口北美的关税压力、从而提升毛利率。

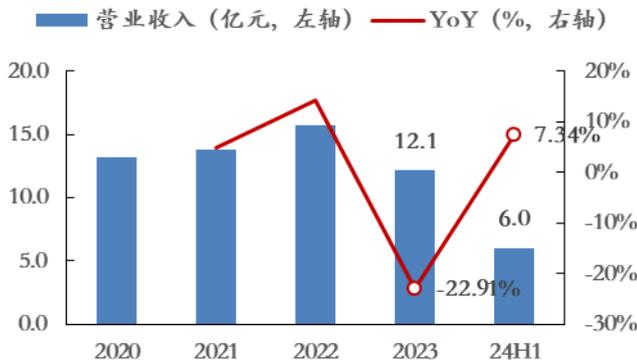
图表 22 双林新火炬部分客户情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

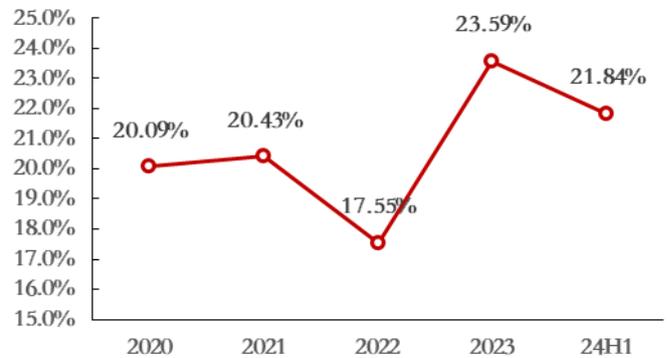
2024 年上半年公司轮毂轴承业务实现营收 6.0 亿元、同比+7.3%，毛利率 21.8%、同比-2.8pp，同样作为公司传统核心业务营业收入稳健提升，毛利率在 17-24%，未来随着泰国工厂逐步投产，毛利率有望进一步提升。

图表 23 公司轮毂轴承近年营业收入及增速



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 24 公司轮毂轴承近年毛利率 (%)



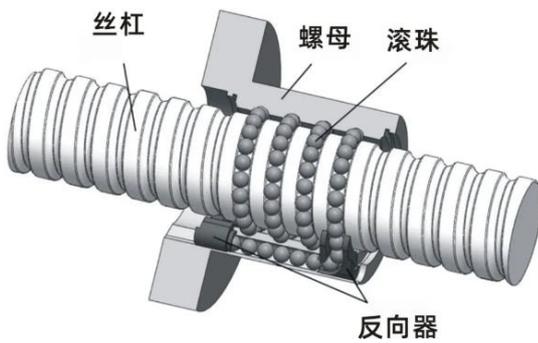
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

4 丝杠产品：较强技术禀赋下的新增长极

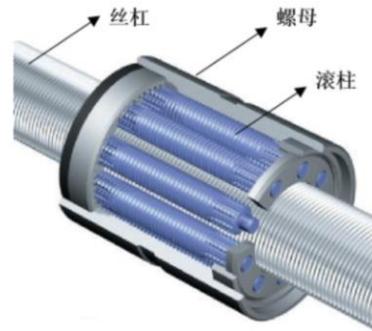
滚珠丝杠是由**丝杠、螺母、换向装置和钢球**组成的一种传动部件，它可将回转运动转化为直线运动，或者把转矩转变成轴向作用力，具有摩擦阻力小、传动效率高、轴向刚度高、互逆性好等优势。

行星滚柱丝杠与滚珠丝杠类似，同样是一种传动部件，但结构差异较大，是由**丝杠、滚柱和螺母**组成，通过三者之间的螺旋曲面啮合把直线运动转换为旋转运动或把旋转运动转换为直线运动。在同等尺寸下，与滚珠丝杠相比，行星滚柱丝杠具有更多的接触点，因此具有负载能力高、使用寿命长、传动精度高、传动效率高和空间利用率高等优点，已被广泛应用在航空航天、数控机床、石油钻井等领域。

图表 25 滚珠丝杠结构示意图



图表 26 行星滚柱丝杠结构示意图



资料来源：五洲新春集团公众号，华安证券研究所

资料来源：徐华成《行星滚柱丝杠副高效高承载正向设计与工艺研究》，华安证券研究所

丝杠的核心加工工艺与轴承有一定相似性。在滚珠/柱丝杠中，丝杠的加工工艺流程更长、难度更大，工序包括下料、球化退火、检验校直、粗加工（车、铣、磨、热处理）、半精加工（半精磨）、精加工（精磨）、检验入库，核心在于**热处理、磨削**，这两点同样也是轴承制造的核心环节。

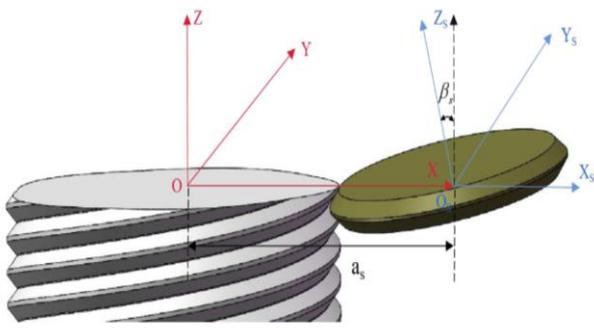
图表 27 磨制丝杠加工核心工序

序号	工艺内容	序号	工艺内容	
1	下料	13	研磨中心孔	粗加工
2	球化退火热处理	14	粗磨90° V形槽	
3	检验校直	15	磁力探伤	
4	加工端面	16	时效处理并检验	半精加工
5	钻中心孔	17	研磨中心孔	
6	粗车	18	半精磨滚道	
7	高温时效并检验	19	低温时效处理并检验	
8	加工端面并修研中心孔	20	铣键槽	精加工
9	半精车	21	磨端部螺纹	
10	铣	22	研磨中心孔	
11	粗磨	23	精磨滚道，全检	检验入库
12	感应淬火、回火并检验	24	装配—跑合—检验—防锈包装—检验—入库	

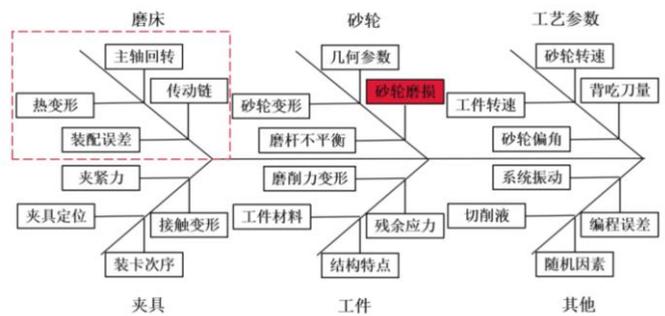
资料来源：郑红《精密滚珠丝杠机械加工工艺规程研究》，华安证券研究所

1. **热处理：影响丝杠产品的寿命、性能、精度**，淬火温度偏高或回火不足会导致丝杠产生研磨裂纹。滚珠丝杠淬火时，如果温度偏高会使得丝杠淬火后马氏体组织等级偏高(5级)、甚至超过马氏体5级，磨削丝杠中的马氏体组织较粗会使钢的韧性下降，磨削过程中造成的内应力大于钢的屈服应力而产生磨削裂纹。另外，在淬火过程中，如果滚珠丝杠的内部应力(包括热应力和组织转变应力)较大、回火不足(湿度低或回火时间短)，丝杠在淬火过程中形成了不完全的内部应力清除，淬火回火后，丝杠内部的残余内应力与磨削产生的磨削应力相叠加，当叠加的应力大于钢的强度时，丝杠表面就会产生裂纹。
2. **磨削：决定丝杠产品的精度**。丝杠上的螺纹牙经过一系列热处理后拥有较高的硬度，为了保证精度和表面质量要求，须采用磨削的加工方式。通常利用砂轮来代替车刀、铣刀对工件表面进行螺纹精加工，螺纹磨削精度受砂轮参数、磨削工艺参数和数控磨床性能等多方面因素影响。

图表 28 砂轮磨削外螺纹示意图



图表 29 磨削加工中可能出现的加工误差情况



资料来源：徐华成《行星滚柱丝杠副高效高承载正向设计与工艺研究》，华安证券研究所

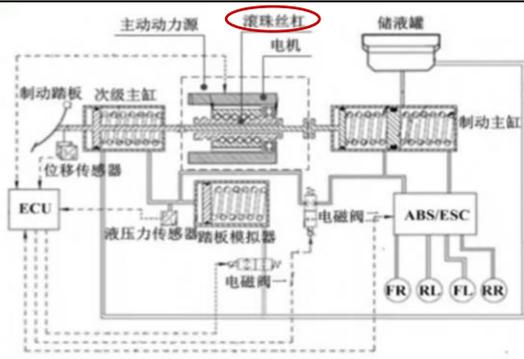
资料来源：徐华成《行星滚柱丝杠副高效高承载正向设计与工艺研究》，华安证券研究所

随着智能化深入推进，车用丝杠市场规模快速扩张。汽车用滚珠丝杠轴承单元是将滚珠丝杠的外套与单列球轴承的内圈融为一体，再将其与轴承外圈、钢球及保持架装成一体，形成一个小的总成单元，可以用于制动系统(包括 EPB、EHB、EMB)和转向系统(包括 EPS、SBW)，例如：

在电子液压制动系统(EHB)中，滚珠丝杠将电机的旋转运动转换为制动器的线性运动，同时滚珠丝杠也作为减速器将电机的转速降低来增大扭矩推动主缸活塞，实现制动功能。

在电动助力转向系统(EPS)中，滚珠丝杠连接着电动助力转向电机和转向装置(如转向齿条)。当驾驶员操作方向盘时，EPS系统会根据计算得到的最佳转向角度和力度，控制电动助力转向电机输出相应的力矩，同时通过滚珠丝杠将转向力矩传递给转向装置，来保证稳定性和控制性。

图表 30 EHB 制动系统中滚珠丝杠的应用



资料来源：五洲新春集团公众号，华安证券研究所

图表 31 EPS 转向系统中丝杠的应用



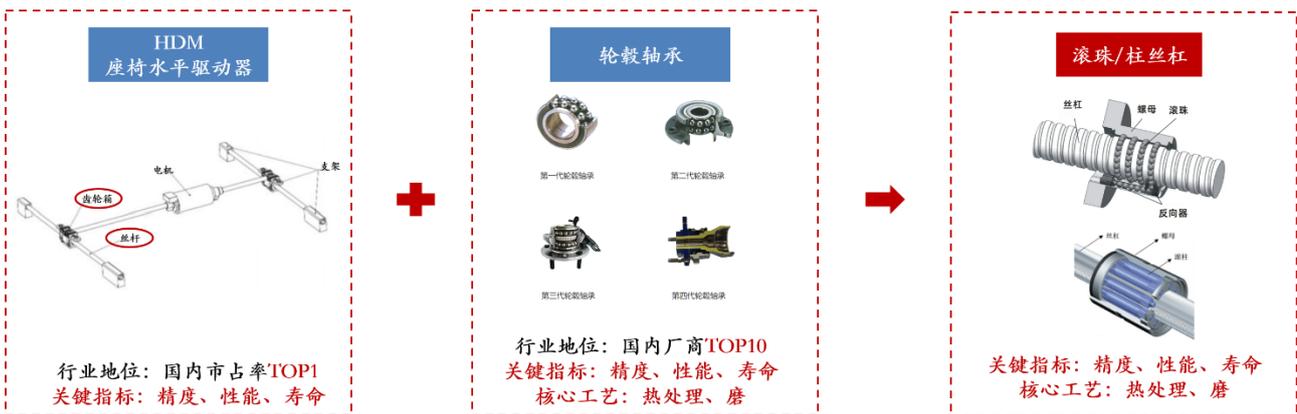
资料来源：五洲新春集团公众号，华安证券研究所

凭借过去 HDM、轴承的生产，公司在如何控制精度、性能、寿命上已有积累。公司的座椅水平驱动器 HDM 产品是驱动座椅滑轨前后移动的机械传动装置，由齿轮箱、支架及丝杆组成，制造难点在于需满足行业法规要求的精度、性能和寿命要求，与丝杠产品在技术开发、齿轮加工方面具有同源性；同样公司的轴承产品在精度、性能、寿命上也有较高制造要求，在螺纹、热处理等生产工艺上具有相通性。2023 年公司的 HDM 产品市占率处于国内前列、轴承产品市占率也处于国内公司前十，均验证了公司在保持制造精度、性能、寿命上已有较多积累和较强实力，在研发生产丝杠产品上已具备技术基础。

在滚珠丝杠方面，2023 年 7 月公司对滚珠丝杠轴承单元项目进行立项，启动相关研发及制造工作，计划从 EHB 制动用滚珠丝杠轴承到 EMB 制动用滚珠丝杠、转向用滚珠丝杠轴承产品逐步进行开发。目前，公司已完成车用滚珠丝杠样件制造，样件在三方验证中，预计很快能够实现 EHB 制动用滚珠丝杠轴承项目定点。

在人形机器人滚柱丝杠方面，公司内部已经完成正式研发立项，制定了研发目标和开发计划，目前公司滚柱丝杠产品已研发出样品，试制产线也在建设之中。

图表 32 双林股份在丝杠产品制造上已有技术基础



资料来源：华安证券研究所整理

5 新能源电驱动系统：正处于加速上量阶段

新能源电驱动系统的重要升级方向包括扁线电机、多合一集成化。新能源汽车电驱动系统由驱动电机、电机控制器和减速器构成，与动力电池系统一起构成新能源汽车的动力总成，其核心的升级方向包括扁线电机、集成技术：

1. **扁线电机：**扁线技术主要体现在电机内部的线圈设计上，可以有效增加线圈与冷却系统的接触面积，提高散热效率，降低电机温度。另外，扁线圈的使用还能够减小电机尺寸，提高功率密度，使整个电驱动系统更加紧凑。
2. **多合一集成化：**多合一集成是将电驱动系统中的各个组件，如电机、逆变器、减速器等集成在一起，形成一个紧凑的整体，以减小系统的体积和重量，提高整车的能效。另外，还能够简化制造工艺，形成平台化生产降低生产成本。

图表 33 扁线电机



图表 34 三合一电驱动系统



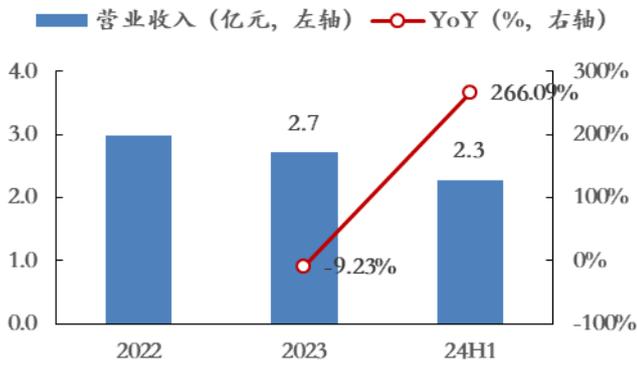
资料来源：搜狐网，华安证券研究所

资料来源：华为数字能源官网，华安证券研究所

公司的扁线电机三合一产品加速上量中，收入、毛利率快速提升。公司新能源电驱动系统产品包括驱动电机、二合一和三合一一体化电桥等，致力于打造新能源汽车动力总成最佳解决方案，努力成为国内中小功率新能源汽车动力总成的领导者。公司 155 平台电机目前市场保有量超过 100 万台。2023 年 9 月，公司 180 扁线电机三合一电桥平台（扁线电机+控制器+减速器） 开始逐步实现量产，主要配套五菱缤果系列车型，月产量约 10000 台，目前 220 平台电机 正在开发中，预计 2025 年量产。受益于 180 扁线电机三合一平台逐步量产，公司新能源电驱动工厂端自 2023 年四季度开始盈利。2024 年以来，新获取北汽福田电机项目、五菱商用车电机电控二合一电桥项目，并积极与广汽、零跑、奇瑞等客户做技术交流和方案制定。

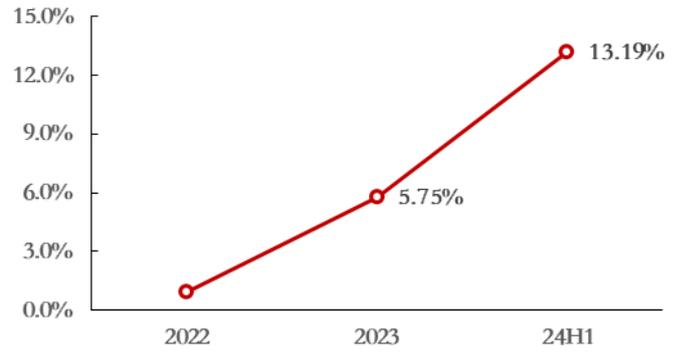
2024 年上半年公司新能源电驱动系统业务实现营收 2.3 亿元、同比+266%，毛利率 13.2%、同比+11.1pp，随着公司扁线电机三合一产品加速上量，2024 年起营业收入、毛利率将实现大幅提升。

图表 35 公司新能源车驱动系统近年营业收入及增速



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 36 公司新能源车驱动系统近年毛利率 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

6 盈利预测与投资建议：把握产品创新的 alpha 机会

6.1 业绩复盘：前期影响已经好转

市场担忧主要集中在公司业绩的稳定性与成长性，我们从收购、经营两方面因素刻画公司业绩波动，我们认为目前收购相关的影响已结束、实际经营业绩已改善。

业绩波动因素 1：收购资产，影响已结束。复盘公司的收购历程，收购主要集中在 2014-2018 年，其中：

1. **2014 年：**1) **控股投资：**公司通过自有资金和股份支付合计 8.2 亿元收购湖北新火炬 100% 股权，湖北新火炬主要产品包括汽车轴承、轿车轮毂轴承单元等，同时覆盖国内 OEM 市场和海外 AM 市场。出让方承诺新火炬 2014 年、2015 年和 2016 年实现扣非归母净利润不低于 9000 万元、11000 万元和 13000 万元，2014-2016 年湖北新火炬均完成了业绩承诺。2) **参股投资：**公司通过投资自有资金 5000 万元参股知豆汽车，知豆汽车主要从事电动车生产销售。
2. **2016 年：**1) **控股投资：**公司通过分期现金支付 3.57 亿元的方式收购山东德洋电子 51% 股权，山东德洋电子主要产品包括新能源汽车电机、电机控制器、电池控制器、整车控制器等，主要客户为知豆汽车。出让方承诺德洋电子 2016 年、2017 年实现净利润 8000 万元、12000 万元；若业绩承诺期内，德洋电子实际实现的净利润低于当年承诺净利润，则业绩承诺方以现金进行补偿，不足部分以现金补足。2016-2017 年山东德洋电子均未完成业绩承诺。2) **参股投资：**公司通过投资自有资金 1 亿元参股福瑞泰克，福瑞泰克主要从事自动驾驶产业。
3. **2017 年：**公司通过分三次现金支付 4.65 亿元的方式收购上海诚烨 100% 股权。出让方承诺上海诚烨 2016 年、2017 年、2018 年扣非归母净利润分别不低于人民币 5300 万元、5300 万元、5950 万元；若业绩承诺期内，上海诚烨实际实现的净利润低于当年承诺净利润，则业绩承诺方以现金进行补偿，如出让方逾期未补偿的，则上市公司有权从未支付出让方的现金对价中扣除。2016-2018 年上海诚烨均未完成业绩承诺。
4. **2018 年：**公司通过发行股份和自筹资金合计 23 亿元收购双林投资 100% 股权（双林投资全资控股子公司包括 DSI、湖南吉盛、山东帝胜），双林投资主要产品包括变速箱等。出让方承诺双林投资 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年实现的扣非归母净利润分别不低于人民币 17000 万元、25200 万元、34300 万元和 41200 万元。业绩承诺期间的每个会计年度结束时，如双林投资经审计的截至当期期末累计实际净利润数小于截至当期期末累计承诺净利润数的，交易对方将按照《盈利补偿协议之补充协议》的相关约定，先以其持有的双林股份的股票进行补偿，股份补偿不足的，以现金进行补偿。在业绩补偿期届满后，双林股份将对双林投资进行资产减值测试，如期末减值额大于补偿期限内已补偿金额总数，则交易对方将就期末减值额与补偿期限内已补偿金额总数之间的差额另行补偿。2018-2020 年双林投资均未完成业绩承诺。

图表 37 双林股份收购历程

合并时间	标的	主要业务	股权比例	投资金额	收购方式		业绩承诺									
							指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020		
控股投资																
2014/12	湖北新火炬	国内OEM市场、海外AM市场 汽车轴承、轿车轮毂轴承单元、ABS传感器等	100%	8.2亿元	自有现金及股份支付	扣非归母净利润	0.9 (√)	1.1 (√)	1.3 (√)							
2016/2	山东德洋电子	新能源汽车电机、电机控制器、电池控制器、 整车控制器等，主要客户为知豆汽车	51%，2019年增至66%，2020年不再持有	3.57亿元	分期现金收购	净利润，不足部分业绩承诺 方以现金补足				0.8 (×)	1.2 (×)					
2017/4	上海诚烨		100%	4.65亿元	分三次现金收购	扣非归母净利润，不足部分业绩承 诺方以现金补足，逾期未补 从未支付出让方的现金对价 中扣除			0.53 (×)	0.53 (×)	0.595 (×)					
2018/6	双林投资（全资控股DSI 、湖南吉盛、山东帝胜）	变速箱等	100%	23亿元	发行股份及自筹资金	扣非归母净利润，不足部分先以其 持有的双林股份的股票进行 补偿，股份补偿不足的以现 金进行补偿						2.52 (×)	3.43 (×)	4.12 (×)		
参股投资																
2014年	知豆汽车	电动车生产、销售	4.5%，2020年不再持有	5000万元	自有现金											
2016/7	福瑞泰克	主要从事自动驾驶产业	20%，2019年置换为15%德洋电子股权	1亿元	自有现金											

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2017-2019 年主要受到商誉减值影响，2018-2020 年业绩补偿相关的投资收益及公允价值变动损益影响较大，2019 年开始调整山东德洋和双林投资业务、产生资产减值。2021 年起收购对利润表的影响只与双林投资相关，2022 年双林投资的产线减值收尾，2024 年双林投资剩余业绩补偿款已收回，至此我们认为前期收购的影响已结束。（以下数据梳理仅围绕收购、从公司公告数据整理）

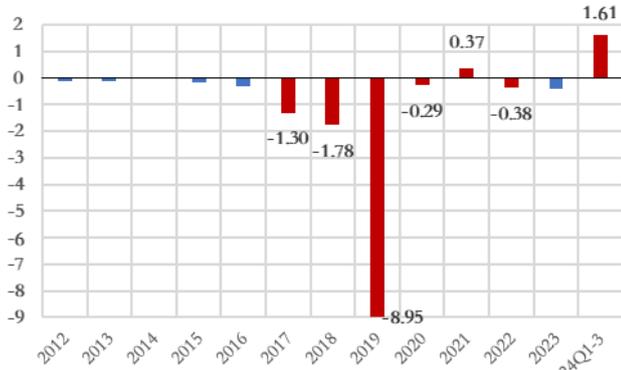
- 2017 年：商誉减值：计提山东德洋电子 0.90 亿元、上海诚烨 0.18 亿元。
- 2018 年：商誉减值：计提山东德洋电子剩余 2.38 亿元、计提上海诚烨 0.68 亿元。坏账准备：山东德洋电子的核心客户知豆汽车可持续经营能力存在重大不确定性、对其应收款项 100%计提减值准备 1.39 亿元。业绩补偿投资收益：山东德洋电子产生 1.04 亿元、上海诚烨产生 0.89 亿元。业绩补偿款公允价值变动损益：双林投资产生收益 1.60 亿元。
- 2019 年：商誉减值：计提湖北新火炬剩余 4.53 亿元、上海诚烨剩余 1.31 亿元、双林投资剩余 1.63 亿元。产线减值：包括双林投资计提 1.49 亿元及山东德洋电子。业绩补偿投资收益：双林投资产生 0.19 亿元。业绩补偿款公允价值变动损益：双林投资产生收益 0.59 亿元。
- 2020 年：业绩补偿投资收益：双林投资产生 1.08 亿元。业绩补偿款公允价值变动损益：双林投资产生损失 -1.44 亿元。
- 2021 年：产线减值：双林投资设备安装工程生产线闲置计提在建工程减值 0.10 亿元。业绩补偿投资收益：双林投资产生 0.16 亿元。
- 2022 年：产线减值：双林投资设备安装工程生产线闲置计提在建工程减值 0.03 亿元、用于生产 6AT 变速箱的 M05 生产线及其相关设备停止运营计提固定资产减值 0.48 亿元。业绩补偿投资收益：双林投资产生 0.04 亿元。
- 2023 年：无影响，双林投资 M06 未投入使用生产线账面价值余额 46.90 万元。
- 2024 年：业绩补偿投资收益：剩余出让方拒不履行的双林投资相关的业绩补偿已由法院判决得到执行，2024 年 4 月 8 日至 8 月 16 日期间收到执行款项 0.89 亿元、8 月 17 日至 9 月 19 日期间收到执行款项 0.31 亿元。

图表 38 双林股份收购资产对于利润表的影响

当期资产负债表影响		业绩承诺完成情况							商誉							可供出售金融资产						交易性金融资产	
合并时间	标的	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018	
2014/12	湖北新火炬	✓	✓	✓					4.48				0.05	-4.53	-								
2014年	知豆汽车														0.50					-0.5	已关闭		
2016/2	山东德洋电子			×	×						3.29	-0.90	-2.38	-	-		1.04			-1.04	-	-	
2017/4	上海诚烨			×	×	×						2.00	-0.68	-1.31	-				0.39	-0.21	-	-	
2018/6	双林投资					×	×	×					1.63	-1.63	-							1.60	
当期利润表影响 (减值类)		业绩承诺完成情况							商誉减值							坏账准备			产线减值				
合并时间	标的	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2019	2021	2022	2023	
2014/12	湖北新火炬	✓	✓	✓										-4.53	-								
2016/2	山东德洋电子			×	×							-0.90	-2.38	-	-	-1.39		1.47	有			2020年转让	
2017/4	上海诚烨			×	×	×						-0.18	-0.68	-1.31	-								
2018/6	双林投资					×	×	×						-1.63	-				-1.49	-0.10	-0.51	-	
当期利润表影响 (收益类)		业绩承诺完成情况							业绩补偿款公允价值变动				业绩补偿等投资收益										
合并时间	标的	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2020	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
2014/12	湖北新火炬	✓	✓	✓																			
2016/2	山东德洋电子			×	×												1.04					2020年转让	
2016/7	福瑞泰克														-0.36	-0.24						2019年置换为15%德洋电子股权	
2017/4	上海诚烨			×	×	×										0.89							
2018/6	双林投资					×	×	×	1.60	0.59	-1.44	0.15							0.19	1.08	0.16	0.04	-

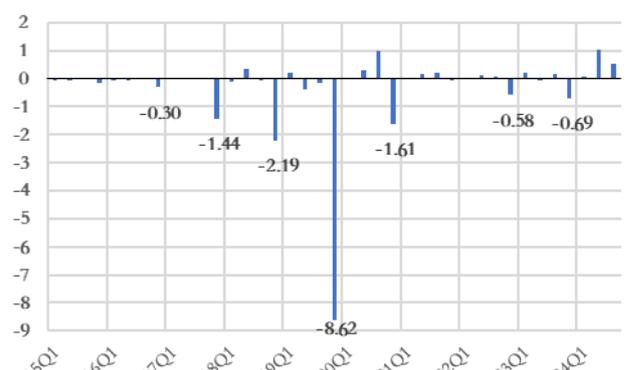
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所整理

图表 39 双林股份近年 (营业利润-(毛利-税金及附加-四费)) (亿元) (主要和收购相关)



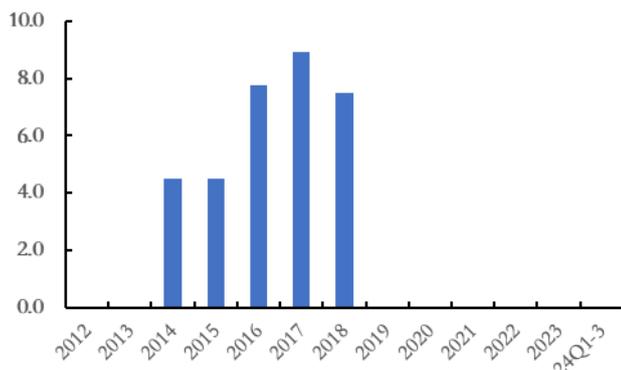
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 40 双林股份 15Q1-24Q2 分季度 (营业利润-(毛利-税金及附加-四费)) (亿元) (主要和收购相关)



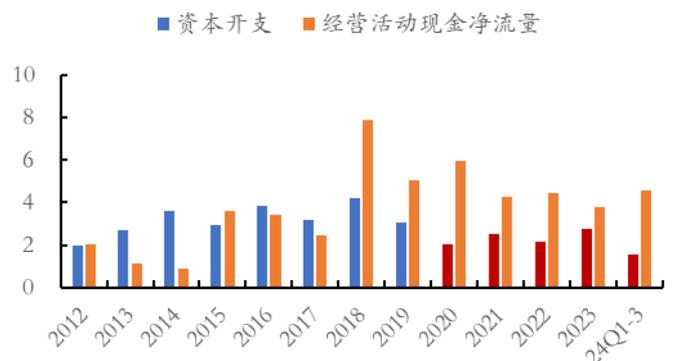
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 41 双林股份近年商誉 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 42 双林股份近年资本开支及经营现金流净额 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

业绩波动因素 2: 业务经营, 已有改善。收入端, 2015-2018 年在收购湖北新火炬、山东德洋电子、上海诚烨、双林投资后, 收入规模快速提升; 2019 年后随着双林投资等收购资产经营质量下滑, 收入端从 2018 年 55.60 亿元下滑至 35-45 亿元。利润端, 我们用(毛利-税金及附加-四费)刻画公司实际经营的业绩情况, 2015-2017 年公司实际经营业绩快速提升、主要受益新火炬的业绩提升; 2018-2019 年双林投资的收购并表后业务毛利率下滑、费用率增加, 业绩压力较大; 2020 年后销售、管理及财务费用端开始逐步改善(各项费用具体改善情况见后文), 经营业绩提升; 2023 年到 2024 年前三季度轮毂轴承、新能源电驱动系统毛利率提升, 经营业绩进一步释放。

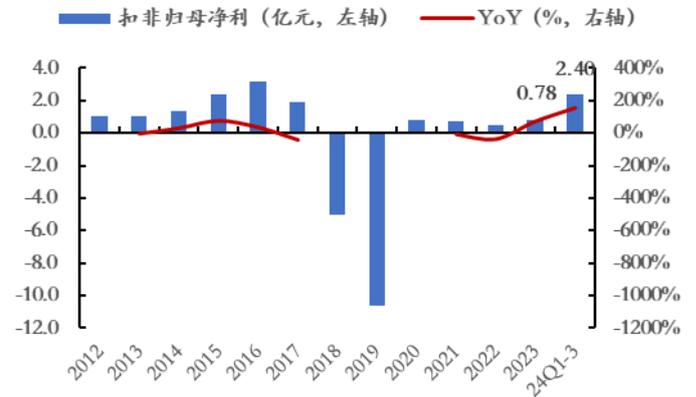
2024 年前三季度, 公司实现营业收入 32.36 亿元、同比+12%, 毛利-税金及附加-四费实现 2.25 亿元、同比+131%, 扣非归母净利润 2.40 亿元、同比+153%。我们认为公司进一步控制费用和提升毛利率, 实际经营业绩有持续向上的空间。

图表 43 双林股份近年营业收入情况



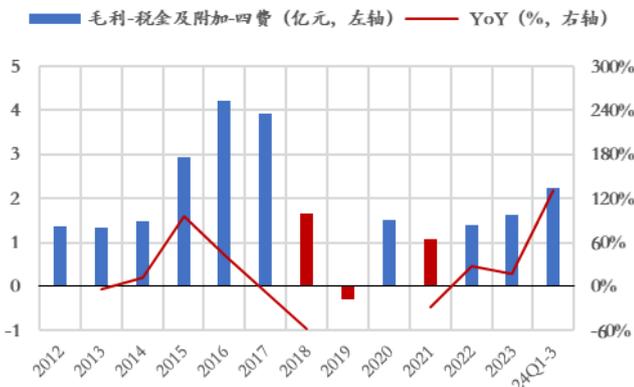
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 双林股份近年扣非归母净利润情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 45 双林股份近年(毛利-税金及附加-四费)(亿元)(主要和经营相关)



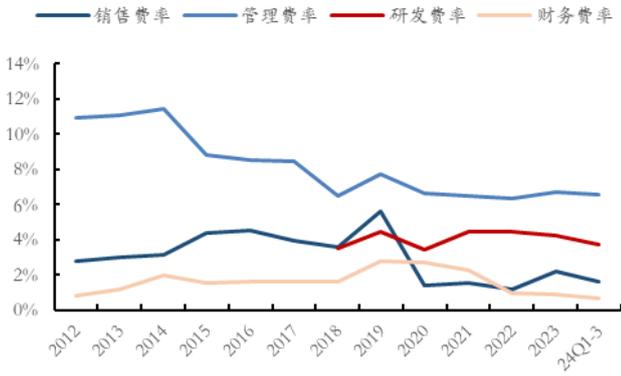
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 46 双林股份 15Q1-24Q3 分季度(毛利-税金及附加-四费)(亿元)(主要和经营相关)



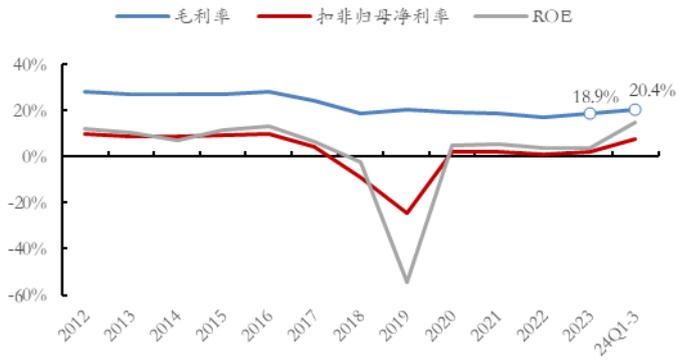
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 47 双林股份近年期间费用率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 48 双林股份近年盈利水平 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

6.2 业绩展望：未来有望再超预期

营业收入：公司三大类业务中，我们预计内外饰及机电部件、轮毂轴承业务作为公司传统核心业务将保持稳健增长，新能源电驱动系统及丝杠等新产品收入规模有望快速提升，整体收入端 2024-2026 年实现营业收入 48.2 亿、55.8 亿、62.2 亿元、对应增速+16.5%、+15.7%、+11.5%。具体各业务：1) 内外饰及机电部件：预计 2024-2026 年实现营业收入 26.1 亿、28.8 亿、30.2 亿元、对应增速+10%、+10%、+5%。2) 轮毂轴承：2024-2026 年实现营业收入 13.2 亿、15.2 亿、17.5 亿元、对应增速+10%、+15%、+15%。3) 新能源电驱动系统：2024-2026 年实现营业收入 6.0 亿、8.4 亿、10.0 亿元、对应增速+120%、+40%、+20%。4) 丝杠等新产品：2025-2026 年实现营业收入 0.5 亿、2.0 亿元。

毛利率：我们认为随着轮毂轴承泰国工厂陆续投产、新能源电驱动系统逐步上量，整体毛利率将提升，预计 2024-2026 年实现毛利率 20.5%、20.6%、21.1%。具体三大业务：1) 内外饰及机电部件：预计 2024-2026 年实现毛利率 20%、20%、20%。2) 轮毂轴承：预计 2024-2026 年实现毛利率 24%、25%、26%。3) 新能源电驱动系统：预计 2024-2026 年实现毛利率 15%、16%、17%。

图表 49 双林股份 2024-2026 年收入及毛利率分拆情况

营业收入 (亿元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	35.8	36.8	41.9	41.4	48.2	55.8	62.2
内外饰及其他	20.8	21.7	23.1	26.7	29.0	32.2	34.7
内外饰及机电部件			22.1	23.8	26.1	28.8	30.2
其他			1.0	2.9	2.9	3.5	4.5
丝杠等新产品					0.0	0.5	2.0
轮毂轴承单元	13.1	13.8	15.7	12.0	13.2	15.2	17.5
新能源电驱动系统			3.0	2.7	6.0	8.4	10.0
变速箱	1.9	1.3					
营业收入增速 (%)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计		3.0%	13.7%	-1.1%	16.5%	15.7%	11.5%
内外饰及其他		4.5%	6.6%	15.3%	8.9%	11.0%	7.7%
内外饰及机电部件				7.7%	10.0%	10.0%	5.0%
其他				176.3%	0.0%	20.0%	30.0%
丝杠等新产品							
轮毂轴承单元		5.0%	14.2%	-23.7%	10.0%	15.0%	15.0%
新能源电驱动系统				-9.2%	120.0%	40.0%	20.0%
变速箱		-28.0%					
毛利率 (%)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	19.3%	18.5%	17.0%	18.9%	20.5%	20.6%	21.1%
内外饰及其他	18.8%	17.8%	18.8%	18.1%	20.0%	19.8%	19.7%
内外饰及机电部件			18.8%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
其他			19.0%	21.8%	20.0%	18.0%	18.0%
丝杠等新产品							
轮毂轴承单元	20.1%	20.4%	17.6%	23.6%	24.0%	25.0%	26.0%
新能源电驱动系统			0.9%	5.8%	15.0%	16.0%	17.0%
变速箱	19.5%	11.6%					

资料来源：wind，华安证券研究所预测

费用率：2020 年开始公司销售、管理、研发、财务费用均有一定下降，尤其是销售、管理及财务费用，我们认为公司在费用控制的能力已有体现，后续有望继续保持，预计 2024-2026 年实现期间费用率 11.6%、11.3%、11.1%。具体各项：

1) 销售费用率：2020 年开始公司销售费用中职工薪酬、售后服务费有一定下降，预计 2024-2026 年销售费用率 1.5%、1.4%、1.3%。

2) 管理费用率: 2020 年开始公司管理费用中职工薪酬、咨询审计费有一定下降, 预计 2024-2026 年管理费用率 6.2%、6.3%、6.4%。2024 年 6 月 14 日公司发布 2024 年限制性股票激励计划将增加 2024-2027 年的管理费用, 激励具体内容如下:
激励人数: 计划首次授予 171 人, 包括公司及子公司的董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干人员。
激励数量: 计划授予限制性股票总量为 1717 万股, 约占公司股本总额 4.28%; 其中, 首次授予 1597 万股、占公告时公司股本总额 3.99%, 预留 120 万股、占公告时公司股本总额 0.30%。
授予价格: 每股 5.21 元。
公司业绩考核要求: 首次授予部分 2024-2026 年扣非归母净利润目标值 (解锁 100%) 2.50/2.88/3.31 亿元、触发值 (解锁 70%) 1.75/2.01/2.31 亿元, 预留授予部分 2025-2026 年扣非归母净利润目标值 (解锁 100%) 2.88/3.31 亿元、触发值 (解锁 70%) 2.01/2.31 亿元。
费用分摊: 假设 7 月初首次授予, 估计摊销总成本 8426 万元, 2024-2027 年分别摊销 2724/3783/1489/430 万元。

图表 50 双林股份 2024 年限制性股票激励计划

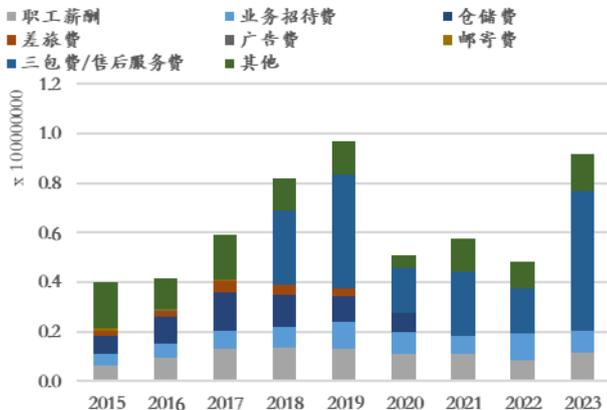
项目	具体内容
公告日期	2024/6/14
激励人数	计划首次授予171人, 包括公司及子公司的董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干人员
激励数量	计划授予限制性股票总量为1717万股, 约占公司股本总额4.28% 其中, 1) 首次授予1597万股, 占公告时公司股本总额3.99%; 2) 预留120万股, 占公告时公司股本总额0.30%
授予价格	每股5.21元 (6/14收盘价10.44元)
解锁条件 (公司业绩)	首次授予, 2024-2026年扣非归母净利润目标值 (解锁100%) 2.50/2.88/3.31亿元、触发值 (解锁70%) 1.75/2.01/2.31亿元 预留授予, 2025-2026年扣非归母净利润目标值 (解锁100%) 2.88/3.31亿元、触发值 (解锁70%) 2.01/2.31亿元
费用分摊	假设7月初首次授予, 估计摊销总成本8426万元, 2024-2027年分别摊销2724/3783/1489/430万元

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所整理

3) 研发费用率: 2020 年开始公司研发费用中材料耗用费用有一定下降, 预计 2024-2026 年研发费用率 3.3%、3.0%、2.9%。

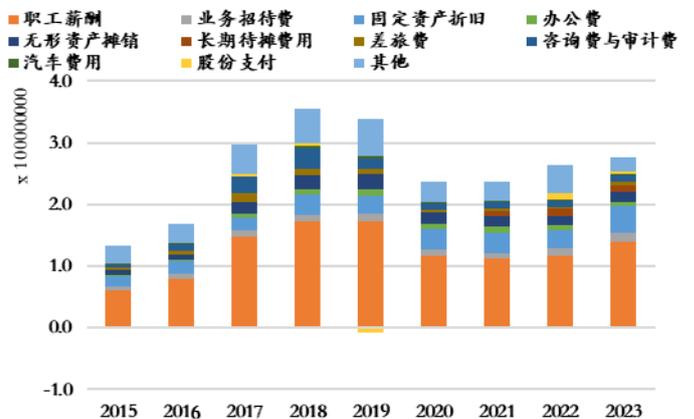
4) 财务费用率: 2020 年开始随着公司短期借款及长期借款下降, 公司财务费用中利息支出明显下降, 预计 2024-2026 年财务费用率 0.6%、0.5%、0.5%。

图表 51 双林股份近年销售费用明细项目金额 (亿元)



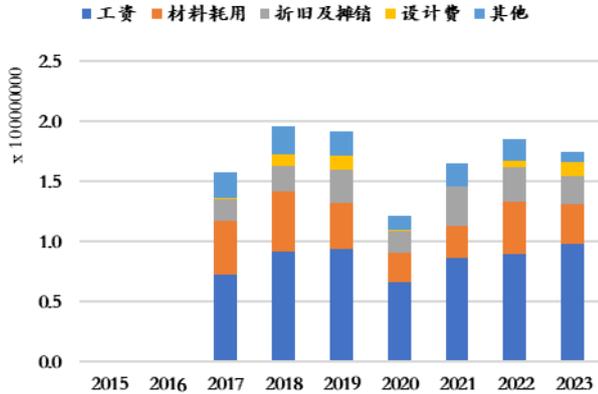
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 52 双林股份近年管理费用明细项目金额 (亿元)



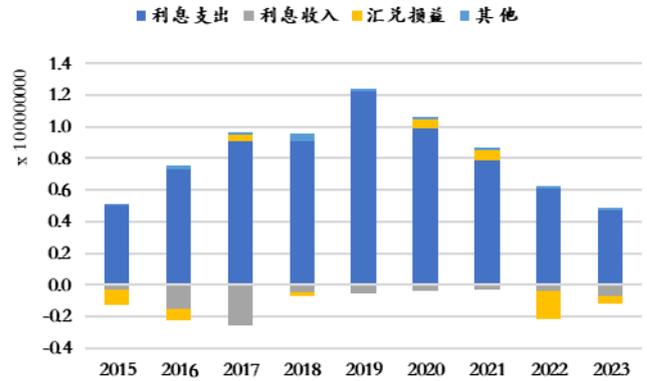
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 53 双林股份近年研发费用明细项目金额 (亿元)



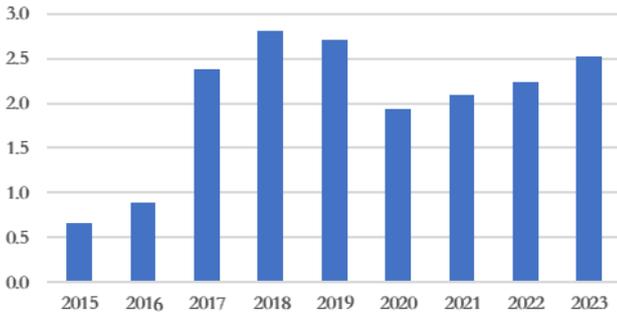
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 54 双林股份近年财务费用明细项目金额 (亿元)



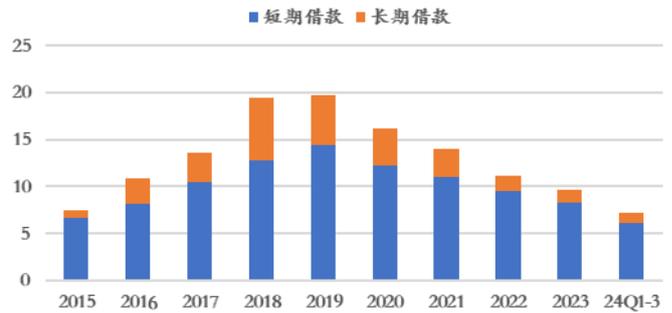
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 55 双林股份近年销售、管理、研发薪酬 (万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 56 双林股份近年长期借款和短期借款 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

其他收益及成本: 随着前期收购导致的减值等影响减弱, 其他成本项将逐步平稳。同时, 2024 年前期出让方拒不履行的双林投资相关的业绩补偿已由法院判决得到执行, 2024 年 4 月 8 日至 8 月 16 日期间收到执行款项 0.89 亿元、8 月 17 日至 9 月 19 日期间收到执行款项 0.31 亿元, 直接增加 2024 年公司的归母净利润。

市场担忧主要集中在公司业绩的稳定性与成长性, 我们认为目前前期收购相关的影响已结束, 实际经营业绩已改善并有进一步向上的驱动力。随着应用前景更好的新产品逐步推进, 将进一步打开公司的成长空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 4.6 亿 (含 1.2 亿业绩补偿款)、4.0 亿、4.8 亿元, 对应增速+465%、-13%、+20%, 对应 2024 年 10 月 22 日 PE 21、24、20 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 57 双林股份 2024-2026 年盈利预测情况

利润表	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	35.8	36.8	41.9	41.4	48.2	55.8	62.2
YoY		3.0%	13.7%	-1.1%	16.5%	15.7%	11.5%
毛利率	19.3%	18.5%	17.0%	18.9%	20.5%	20.6%	21.1%
销售费用	0.5	0.6	0.5	0.9	0.7	0.8	0.8
管理费用	2.4	2.4	2.6	2.8	3.0	3.5	4.0
研发费用	1.2	1.6	1.9	1.8	1.6	1.7	1.8
财务费用	1.0	0.8	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
期间费用	5.1	5.4	5.4	5.8	5.6	6.3	6.9
其他收益及成本	-0.4	0.4	-0.5	-0.6	1.5	-0.1	-0.1
销售费用率	1.4%	1.6%	1.2%	2.2%	1.5%	1.4%	1.3%
管理费用率	6.6%	6.5%	6.3%	6.7%	6.2%	6.3%	6.4%
研发费用率	3.4%	4.5%	4.4%	4.2%	3.3%	3.0%	2.9%
财务费用率	2.7%	2.3%	1.0%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%
期间费用率	14.2%	14.8%	12.9%	14.0%	11.6%	11.3%	11.1%
归母净利润	0.9	1.3	0.8	0.8	4.6	4.0	4.8
归母净利率	2.5%	3.5%	1.8%	2.0%	9.5%	7.1%	7.6%
YoY		42%	-42%	8%	465%	-13%	20%

资料来源：wind，华安证券研究所预测

风险提示

宏观经济波动，海外贸易摩擦加剧，汽车行业竞争加剧，新产品开发和落地节奏不及预期，客户开拓不及预期等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3634	3896	4594	5312	营业收入	4139	4822	5579	6222
现金	478	590	791	1096	营业成本	3357	3835	4427	4912
应收账款	1226	1335	1535	1703	营业税金及附加	38	39	45	50
其他应收款	4	4	5	5	销售费用	92	70	80	80
预付账款	33	38	44	49	管理费用	277	300	350	400
存货	1024	1162	1333	1471	财务费用	37	30	30	30
其他流动资产	869	767	886	987	资产减值损失	-94	-10	-10	-10
非流动资产	2321	2334	2351	2356	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-2	120	6	6
固定资产	1630	1583	1524	1453	营业利润	125	546	474	567
无形资产	392	412	442	472	营业外收入	2	3	3	3
其他非流动资产	298	339	385	431	营业外支出	20	10	10	10
资产总计	5955	6230	6945	7668	利润总额	106	539	467	560
流动负债	3304	3235	3576	3846	所得税	24	81	70	84
短期借款	833	633	583	533	净利润	82	458	397	476
应付账款	1167	1385	1599	1774	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	1304	1217	1394	1539	归属母公司净利润	81	457	396	475
非流动负债	446	381	358	335	EBITDA	607	845	775	881
长期借款	135	95	75	55	EPS (元)	0.20	1.14	0.99	1.19
其他非流动负债	312	287	284	281					
负债合计	3751	3616	3934	4181					
少数股东权益	8	9	10	11	主要财务比率				
股本	402	401	401	401	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1463	1466	1466	1466	成长能力				
留存收益	330	738	1134	1609	营业收入	-1.1%	16.5%	15.7%	11.5%
归属母公司股东权	2196	2605	3001	3476	营业利润	23.2%	338.1%	-13.2%	19.8%
负债和股东权益	5955	6230	6945	7668	归属于母公司净利	7.6%	465.1%	-13.4%	20.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	18.9%	20.5%	20.6%	21.1%
					净利率 (%)	2.0%	9.5%	7.1%	7.6%
					ROE (%)	3.7%	17.5%	13.2%	13.7%
					ROIC (%)	5.0%	13.9%	11.1%	11.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	63.0%	58.0%	56.6%	54.5%
					净负债比率 (%)	170.2%	138.3%	130.7%	119.9%
					流动比率	1.10	1.20	1.28	1.38
					速动比率	0.77	0.82	0.89	0.97
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.79	0.85	0.85
					应收账款周转率	3.55	3.77	3.89	3.84
					应付账款周转率	2.93	3.01	2.97	2.91
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.20	1.14	0.99	1.19
					每股经营现金流	0.94	1.90	1.52	1.77
					每股净资产	5.46	6.50	7.49	8.67
					估值比率				
					P/E	52.15	20.61	23.80	19.81
					P/B	1.91	3.62	3.14	2.71
					EV/EBITDA	8.15	11.48	12.16	10.27

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多纬度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

分析师：陈佳敏，上海财经大学金融硕士，FRM，三年汽车行业研究经验，主要覆盖汽车零部件。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。