

深耕电机与流体技术，产品结构持续升级

——恒帅股份(300969.SH)首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点:

● 公司是国内领先的汽车电机技术解决方案供应商

公司成立于2001年，始终驻足于汽车微电机及相关产品。依托现有电机和流体技术，将现有业务规划布局为四大业务单元。在电机技术领域，划分为电机业务、电动模块业务；在流体技术领域，划分为驾驶视觉清洗系统、热管理系统业务。

● 电机产品端向总成化升级，产能端持续放量

伴随智能化与新能源化浪潮，我们预计单车使用微电机数量及单车价值量将逐年提升，至2026年国内汽车微电机市场规模有望达424.7亿元，2020-2026年CAGR为6.8%。公司专注于四门两盖领域的产品研发，成功开发出多种相关电机产品。**具体产品方面：**尾门电机产品突破较快，已陆续开拓多家大客户；充电小门产品受益于下游大客户配套份额快速切换，相关收入快速提升；隐形门把手作为公司新兴产品线，部分新项目已进入量产化阶段。**产能端：**受益于下游市场需求旺盛，公司生产线仍基本保持满负荷运行状态。目前公司已规划并着手建设的电机及相关执行器总成项目总计达1760万套，项目全面达产后将贡献超过4.5亿元营收。

● ADAS清洗迎来新增长机遇，公司提前布局静待花开

ADAS清洗系统：受益智能驾驶加速落地，ADAS传感器清洗成为刚性需求。目前仅小部分豪华车型配备相关被动清洗功能。公司前瞻性地布局了针对ADAS系统传感器的主动感知清洗系统的研发，与传统清洗系统相比，该产品的智能化和复杂性显著提升，且定制化程度高，研发周期较长，因此具备较强技术壁垒。目前公司部分下游客户已进入小批量定点环节。**产能端：**目前已规划并着手建设的流体相关产品总计达3441万套，包括美国工厂与泰国生产基地等海外产能，项目全面达产后将贡献超过3.8亿元营收。

● 投资建议与盈利预测

预计2023-2025年，公司归属母公司股东净利润分别为：2.05、2.72和3.38亿元。按照最新股价测算，对应PE估值分别为32.81、24.80和19.94倍。考虑到公司汽车电机业务将持续受益于新能源汽车车用微电机增量应用场景和整体渗透率的快速增加，同时公司前瞻性地布局了ADAS主动感知清洗系统，后续将持续受益于汽车智能化趋势，看好公司中长期成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

汽车行业周期性波动的风险、原材料价格波动风险、新产品开发风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	584.45	738.75	963.10	1252.94	1569.19
收入同比(%)	71.33	26.40	30.37	30.09	25.24
归母净利润(百万元)	115.60	145.53	205.43	271.76	338.06
归母净利润同比(%)	74.21	25.90	41.16	32.29	24.39
ROE(%)	14.70	15.91	18.70	20.27	20.65
每股收益(元)	1.44	1.82	2.57	3.40	4.23
市盈率(P/E)	55.57	44.14	31.27	23.64	19.00

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：80.29元/89.31元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：119.26 / 55.17

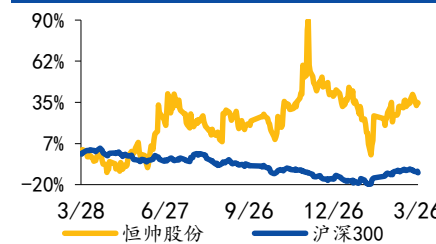
A股流通股(百万股)：20.00

A股总股本(百万股)：80.00

流通市值(百万元)：1685.00

总市值(百万元)：6740.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-51097188

邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-51097188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

目录

1.持续完善产品结构，各业务单元加速放量.....	4
1.1 围绕汽车电机技术，产品矩阵涵盖四大业务单元	4
1.2 各业务条线齐放量，盈利拐点已至	7
2.车用微电机市场规模提升，公司微电机矩阵逐步扩容	13
2.1 微电机行业充分受益电动化与智能化浪潮，国产替代加速.....	13
2.2 公司电机产品端向总成化升级，产能端持续放量	16
3.ADAS 传感器清洗系统正处于“0-1”阶段，公司积极研发相关产品.....	19
3.1ADAS 传感器清洗系统正处于市场渗透早期.....	19
3.2 微电机行业充分受益电动化与智能化浪潮，国产替代加速.....	22
4.投资建议.....	25
5.风险提示.....	27

图表目录

图 1：恒帅股份发展历程.....	4
图 2：2021 至 2023 年前三季度公司 top5 客户情况.....	6
图 3：恒帅股份股权架构图及重要控股子公司(截至 2023 年 6 月 30 日).....	7
图 4：2018 至 2022 年前三季度公司营业收入与增速情况(单位：百万元).....	8
图 5：2018 至 2022 年前三季度公司净利润与增速情况(单位：百万元).....	8
图 6：2017 至 2023 年前三季度公司国内与国外主营业务占比情况	8
图 7：2020 至 2023 年前三季度公司主营业务毛利率情况.....	9
图 8：2023 年前三季度公司主营业务成本占比	10
图 9：2019 年初至今烧结钕铁硼:40SH 价格变动(单位：元/公斤).....	10
图 10：2019 年初至今中国塑料城价格指数.....	10
图 11：2019 年初至今漆包线(QZ0.1-3.0mm)价格变动(单位：元/吨).....	11
图 12：2019 年初至今钢材综合价格指数(GSPI)	11
图 13：2019 年初至今美元与欧元兑人民币变化	11
图 14：2020 至 2023 年前三季度公司三费营收占比变化情况	12
图 15：2018 至 2023 年前三季度公司现金收入比率与净利润现金比率变化情况	13
图 16：车用微电机种类与组成.....	14
图 17：2021 年我国汽车微电机销售收入市场份额.....	15
图 18：我国 2020 至 2026 年汽车微电机市场规模变化情况(单位：亿元).....	16
图 19：公司执行电机产品图	16
图 20：公司清洗泵电机产品图.....	16
图 21：2020 至 2023 年前三季度公司电机工序产能情况(单位：万件).....	17
图 22：公司发明谐波磁场驱动电励磁电机立体图.....	18
图 23：公司发明谐波磁场驱动电励磁电机分解示意图	18

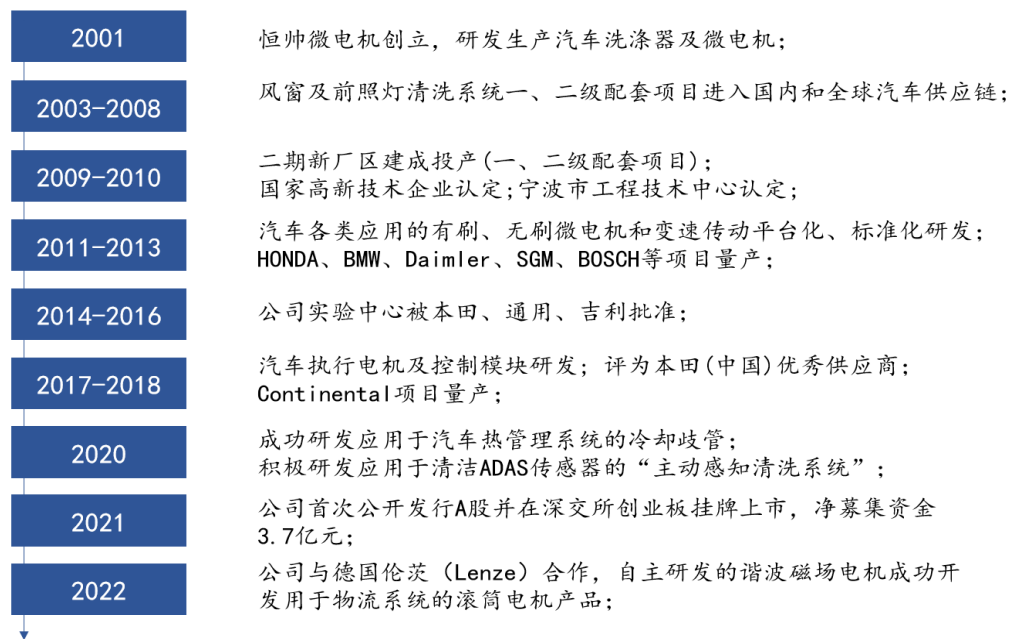
图 24: 清洗系统产品	19
图 25: 2016-2027E 全球汽车清洗系统市场销售额及增长率 (单位: 百万美元)	20
图 26: 特斯拉前视摄像头清洁喷嘴	21
图 27: 法雷奥 everView 激光雷达清洁系统.....	21
图 28: 公司汽车清洗系统主要组成部分示意图	22
图 29: 公司双向清洗泵产品主要组成部分示意图.....	22
图 30: 2020 至 2023 年前三季度公司清洗业务产量及产销率(单位: 万件) ...	23
图 31: 2020 至 2023 年前三季度公司清洗泵装配工序产能利用率情况(单位: 万 件)	23
图 32: 光学传感器清洗系统的分解结构示意图	23
图 33: 激光雷达清洗系统的分解结构示意图	23
表 1: 公司 2019 年至 2023 年前三季度主营业务收入情况(单位: 百万元)	5
表 2: 公司四大业务单元情况梳理	5
表 3: 2017 至 2020 年上半年材料价格正向变动对公司主营业务毛利率影响的敏 感性分析	10
表 4: 2020 至 2023 年前三季度公司汇兑损益占当期利润总额的比例分析(单位: 万元)	11
表 5: 汽车微电机主要应用场景梳理.....	14
表 6: 我国 2020 至 2026 年汽车微电机市场规模预测	15
表 7: 公司电机相关产品在建和拟建产能情况梳理.....	18
表 8: 2023 年中国乘用车摄像头及激光雷达安装量及同比	20
表 9: ADAS 清洗部分应用车型梳理	21
表 10: 公司流体相关产品在建和拟建产能情况梳理	24
表 11: 公司营收及毛利率预测(单位: 百万元)	26
表 12: 公司盈利预测	26
表 13: 可比公司估值(单位: 百万元)	27

1.持续完善产品结构，各业务单元加速放量

1.1 围绕汽车电机技术，产品矩阵涵盖四大业务单元

围绕汽车微电机，产品品类实现精细化扩张。宁波恒帅股份有限公司成立于2001年，由恒帅微电机厂(为董事长许宁宁投资的个人独资企业)、澳大利亚联合有限公司联合成立。自成立以来，公司始终驻足于汽车微电机及相关产品。2003年开始，公司的风窗及前照灯清洗系统正式进入国内和全球汽车供应体系。2011年后，公司陆续通过了吉利、本田、通用、宝马、戴姆勒等头部整车厂的供应体系，同时与斯泰必鲁斯、庆博雨刮、曼胡默尔、东洋机电、劳士领、法可赛、艾倍思、大陆等全球知名跨国汽车零部件供应商建立了稳定的合作关系，实现了公司业务端的快速开拓。2021年，公司成功登陆深交所创业板。上市后，公司进一步扩大企业产能规模，满足市场需求，同时进一步提升公司的研发、设计实力，持续研发“主动感知清洗系统”、“波磁场电机”等高技术壁垒、高价值品类产品，实现产品结构持续升级。

图 1：恒帅股份发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司产品矩阵涵盖四大业务单元，致力于成为全球领先的汽车电机技术解决方案供应商。公司依托现有电机和流体技术，将现有业务规划布局为四大业务单元。在电机技术领域，划分为电机业务、电动模块业务；在流体技术领域，划分为驾驶视觉清洗系统、热管理系统业务。其中：

电机业务单元与电动模块业务单元：电机业务单元主要包括后备箱及侧门电机、风扇电机等产品；电动模块业务单元主要包括隐形门把手驱动机构、充电小门执行器等产品。同时，电机业务是公司近年来增速最快的业务板块，2019至2022年，电机业务年均复合增长率达68.7%。截至2023年前三季度，公司汽车电机业务板块营业收入达2.64亿元，占营业收入比重达40.3%，成为公司最主要的收入和毛利来源。

驾驶视觉清洗系统业务单元:主要包括汽车清洗泵、清洗系统产品、智能汽车高级驾驶辅助系统(ADAS)传感器的主动感知清洗系统等产品。截至2023年前三季度,公司清洗系统与清洗泵营业收入分别为1.85/1.48亿元,分别占营业收入比重为28.3%/22.6%。

热管理系统业务单元:目前,公司已开发冷却歧管产品且量产配套,实现从“0”到“1”的突破,未来将继续开展热管理系统领域中电子循环泵、阀等方面的技术及产品研发。

表 1: 公司 2019 年至 2023 年前三季度主营业务收入情况(单位: 百万元)

	2019年	2020年	YoY	2021年	YoY	2022年	YoY	2023年前三季度	占营收比重
清洗泵	150.27	142.65	-5%	181.42	27.18%	179.59	-1.01%	147.95	22.6%
清洗系统	109.72	100.55	-8%	168.90	67.98%	211.78	25.39%	185.04	28.3%
汽车电机	55.87	82.42	48%	171.46	108.03%	268.45	56.57%	263.79	40.3%
其他产品	9.16	12.55	37%	51.99	314.26%	72.79	40.01%	57.74	8.8%
主营业务收入合计	325.02	338.18	4%	573.78	71.33%	732.60	27.68%	654.52	

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

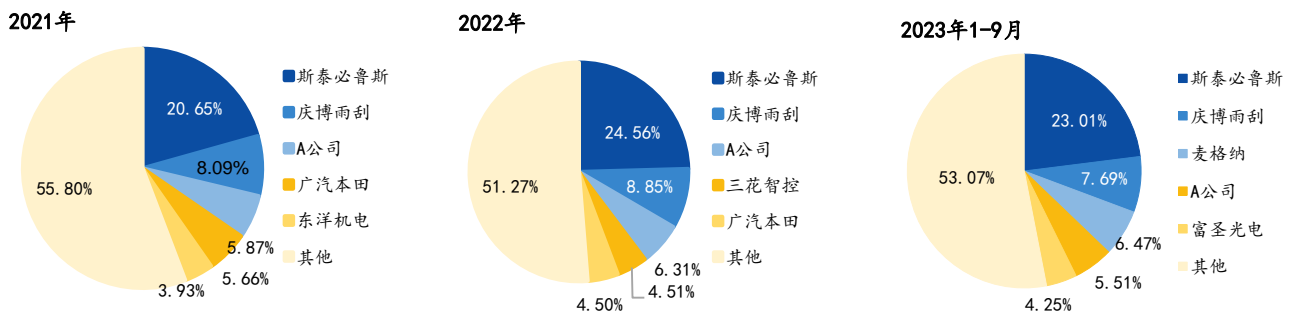
表 2: 公司四大业务单元情况梳理

技术领域	业务单元	产品名称	客户	示意图片
电机技术领域	电机业务	后备箱及侧门电机、风扇电机、ABS电机、清洗电机等	一级供应商客户: 斯泰必鲁斯、麦格纳、霍富、爱德夏等	
	电动模块业务	隐形门把手驱动机构、充电小门执行器等产品		
流体技术领域	驾驶视觉清洗系统	单向清洗泵、双向清洗泵等	一级供应商客户: 庆博雨刮、曼胡默尔、东洋机电、劳士顿、法可赛、艾倍思;	
		洗涤剂罐总成、洗涤管路、洗涤喷嘴和加液管等	一级供应商客户: 博世; 整车厂客户: 广汽本田、东风本田、东风日产、上汽通用、广汽集团、吉利汽车、长城汽车、中国一汽、A公司、D公司、小鹏汽车;	
	热管理系统业务	冷却歧管、电子循环泵等	一级供应商客户: 三花智控、拓普集团;	

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

公司客源丰富，客户结构分散。公司业务覆盖全球主要汽车零部件市场，整车厂客户以宝马集团、广汽本田、东风本田、东风日产、东风启辰、上汽通用、广汽集团、吉利汽车、长城汽车、中国一汽、北美新能源客户、理想汽车、小鹏汽车、华人运通等为主；并与部分欧洲、美洲、亚洲等经济发达地区的全球知名跨国汽车零部件供应商客户建立了稳定的合作关系，主要包括斯泰必鲁斯、庆博雨刮、曼胡默尔、东洋机电、劳士领、法可赛、艾倍思、大陆、麦格纳、霍富、爱德夏、三花智控、拓普集团等。2020年至2023年前三季度，公司前五大客户占营业收入比重分别为46.92%、44.2%、48.73%与46.93%，客户结构相对分散。随着公司业务的逐步发展、产品矩阵的不断外延升级，同时伴随着下游客户覆盖广度的提升，公司客户集中度有望持续下降。

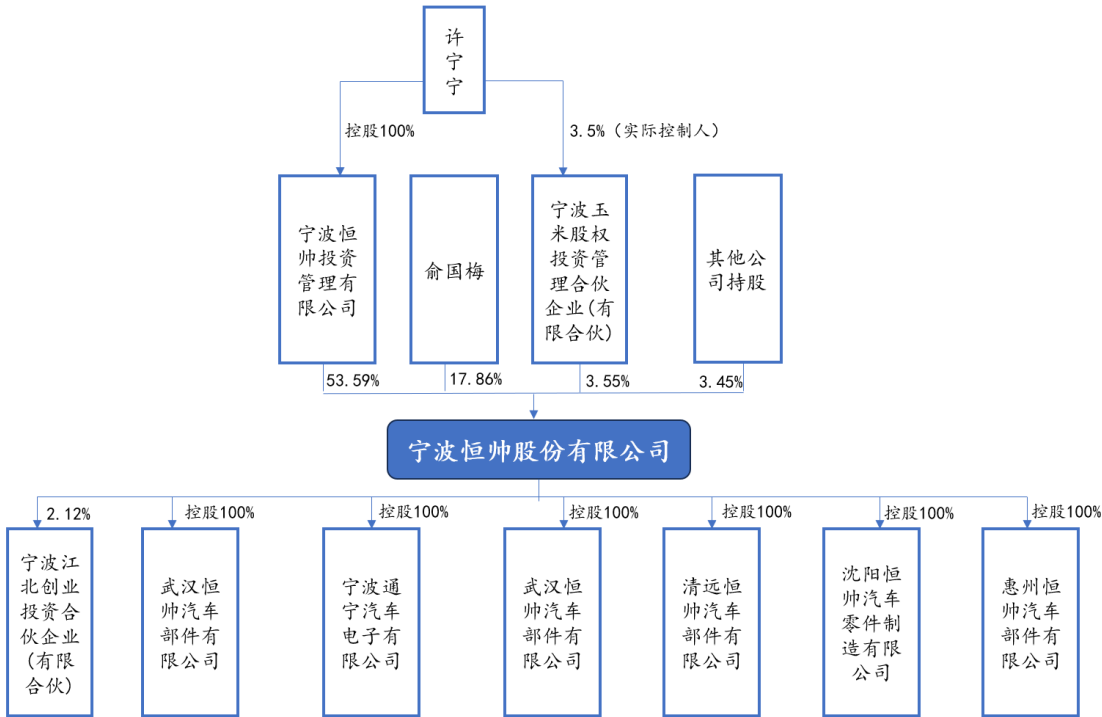
图 2：2021 至 2023 年前三季度公司 top5 客户情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司股权结构清晰稳定，有利于长期战略规划实施。公司实际控制人为许宁宁、俞国梅；其中，许宁宁通过控制恒帅投资间接控制公司53%的股权，通过宁波玉米间接控制公司3.5%的股权；俞国梅直接持有公司17%的股权。许宁宁及俞国梅两人合计控制公司75%的股权。董事长及总经理许宁宁与董事俞国梅为夫妻关系，副总经理许恒帅为许宁宁与俞国梅之子，副总经理许尔宁为许宁宁之弟，四人为一致行动人。集中稳定的股权结构有助于降低经营风险、增强公司的市场竞争力。此外，公司的长期决策和战略规划也能够得到更为稳定和高效的实施。

图 3：恒帅股份股权架构图及重要控股子公司(截至 2023 年 6 月 30 日)



资料来源：公司公告，国元证券研究所绘制

1.2 各业务条线齐放量，盈利拐点已至

营收端：公司从 2018 至今主要经历一轮平稳发展期与一轮高速增长期，期间营收规模从 3.22 亿元大幅增长至 7.39 亿元：

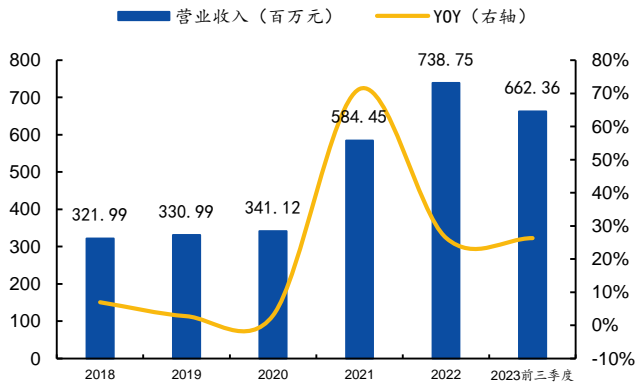
平稳发展期(2018-2020 年)：行业端：期间我国汽车销量在 2018-2020 年期间连续下降，2018 至 2020 年总销量分别为 2808/2577/2531 万辆，YoY-2.8%/-8.2%/-1.8%。叠加海外车市的疲软，公司整体销量表现遭到拖累；公司端：受益于部分清洗泵客户的产品订单增长以及斯泰必鲁斯新开发微电机产品量产收入增长，公司外销占比持续提升，从 2017 年的 38.4% 快速上升至 2020 年的 48.5%。公司期间整体营业收入基本维持稳定增长趋势；

高速增长期(2021-至今)：行业端：期间我国新能源汽车迎来爆发式增长，带动汽车总销量持续向上，根据中汽协数据，我国汽车总销量于 2023 年正式超越 3000 万辆，2020 至 2023 年 CAGR 达 5.94%；公司端：公司通过持续推进产品研发、精益化管理和降本增效等工作，业务取得了长足发展，内销与外销均保持增长的趋势。内销增速整体快于外销，主要系冷却歧管产品量产、汽车电机、清洗系统类产品国内销售收入高速增长所致。公司 2020 年至 2022 年整体营业收入从 3.41 亿元迅速攀升至 7.39 亿元，两年年均复合增长率高达 47.2%；

利润端：整体而言，公司 2018 至 2022 年净利润跟随营业收入变动而稳步波动。2023 年前三季度，公司营业收入较上年同期的增长率为 26.34%，归属于母公司股东的净

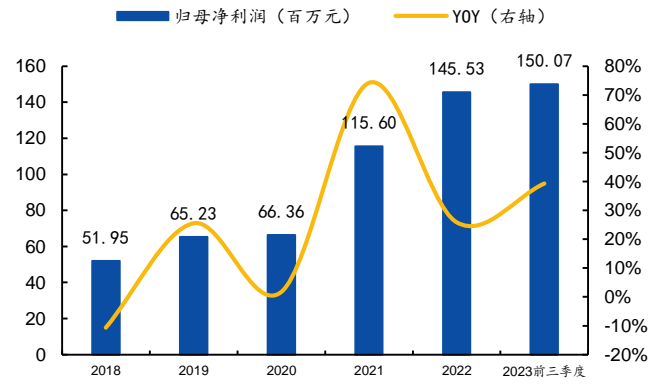
利润较上年同期增长率为 39.33%，主要系伴随原材料价格的逐步企稳，公司毛利率提升，带动归属于母公司股东的净利润上升幅度高于同期营业收入的增长率。

图 4：2018 至 2022 年前三季度公司营业收入与增速情况 (单位：百万元)



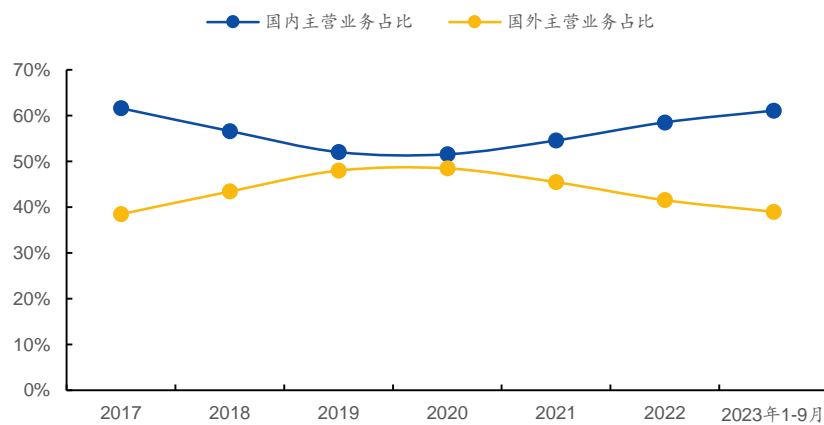
资料来源：同花顺 I find, 国元证券研究所

图 5：2018 至 2022 年前三季度公司净利润与增速情况 (单位：百万元)



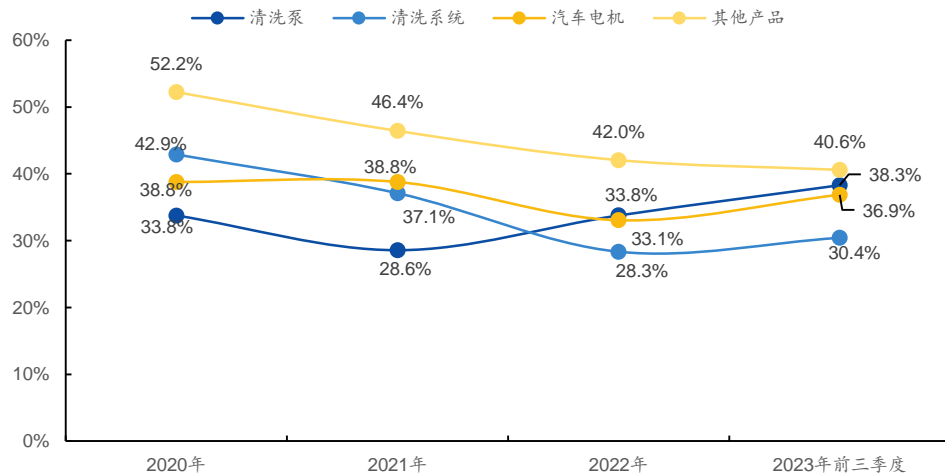
资料来源：同花顺 I find, 国元证券研究所

图 6：2017 至 2023 年前三季度公司国内与国外主营业务占比情况



资料来源：公司公告, 国元证券研究所

外部扰动因素逐步消退，盈利能力迎来反转。公司成本控制优势突出，在行业内一直处于较高的毛利率水平。2020 年，公司整体销售毛利率为 38.56%。2021 年，由于主要原材料的价格普涨，汇率波动以及年降等因素的影响，公司综合销售毛利率较 2020 年下降 3.91pcts。2022 年，公司清洗泵毛利率逆势上升 4.8pcts，主要原因系公司清洗泵主要为外销，当期美元相对人民币汇率出现了较大幅度的上升，导致公司清洗泵的毛利率相应上升。2023 年 1-9 月，伴随原材料价格的逐步企稳，公司盈利水平实现探底回升，公司整体销售毛利率较 2022 年提升 2.93pcts 至 36.08%。

图 7：2020 至 2023 年前三季度公司主营业务毛利率情况


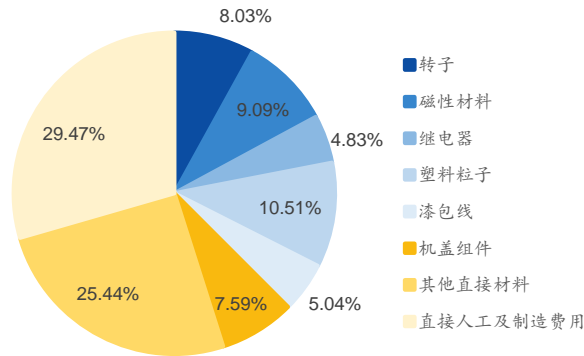
资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司近年毛利率波动主要受两方面影响：

原材料波动：公司采购公司主要原材料为各类五金件、橡胶件、塑料材料、电子元件和导线等。根据公司数据，近几年公司主要原材料占主营业务成本的比例在 65%至 70% 之间。一般情况下，公司通常与核心供应商签订框架协议，享受长期优惠价格，有效降低采购价格。同时，公司采购部会适时根据过往经验和宏观经济形势，对大宗原材料价格趋势进行预判，采取提前采购等方式，有效降低采购成本。但由于公司原材料品类众多，公司实际业务过程中较少因为原材料价格变动与客户协商调整价格。2021 年，公司主要原材料的价格均出现剧烈上涨，材料成本的大幅正向变动对公司主营业务毛利率造成了显著影响。目前原材料价格均已从高位回落，我们预计随着原材料价格下行周期到来，公司毛利率有望实现持续改善。

人民币对外币汇率波动：在过去的几年中，公司的境外销售一直占据相当的比例，其中主要以美元和欧元为定价单位。虽然公司会根据外汇汇率波动对其产品进行定价的调整，但是外汇汇率的变动对于公司的资产和负债以及客户支付周期等因素的影响较大，因此会对公司的财务状况产生一定的影响。自 2020 年开始，美元相对人民币汇率开始下降，导致公司在 2020 年和 2021 年分别出现了 161.44 万元和 147.7 万元的汇兑损失，分别占据当期利润总额的 2.1%和 1.1%。2022 年后，美元相对人民币汇率开始进入上升通道，公司于 2022 年与 2023 年前三季度分别录得汇兑收益 325.69 万元与 378.36 万元，分别占据当期利润总额的 2.0%和 2.2%。

图 8：2023 年前三季度公司主营业务成本占比



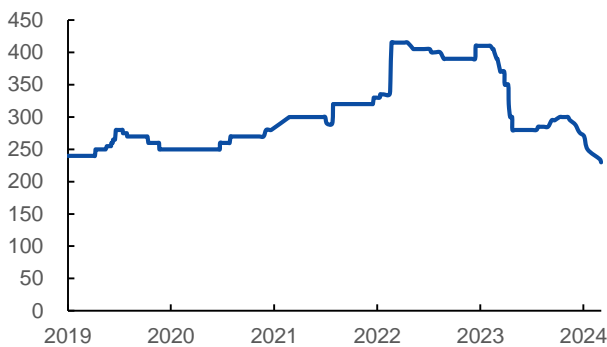
资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 3：2017 至 2020 年上半年材料价格正向变动对公司主营业务毛利率影响的敏感性分析

价格变动	对毛利率的影响			
	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-6 月
5%	-2.34%	-2.28%	-2.22%	-2.21%
10%	-4.67%	-4.55%	-4.45%	-4.42%
20%	-9.35%	-9.11%	-8.89%	-8.84%

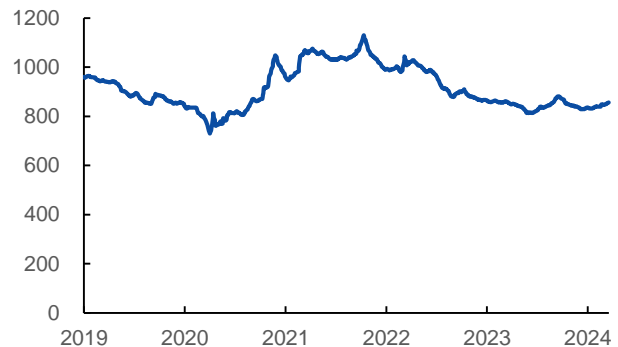
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 9：2019 年初至今烧结钕铁硼:40SH 价格变动(单位：元/公斤)



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

图 10：2019 年初至今中国塑料城价格指数



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

图 11: 2019 年初至今漆包线(QZ0.1-3.0mm)价格变动(单位:元/吨)



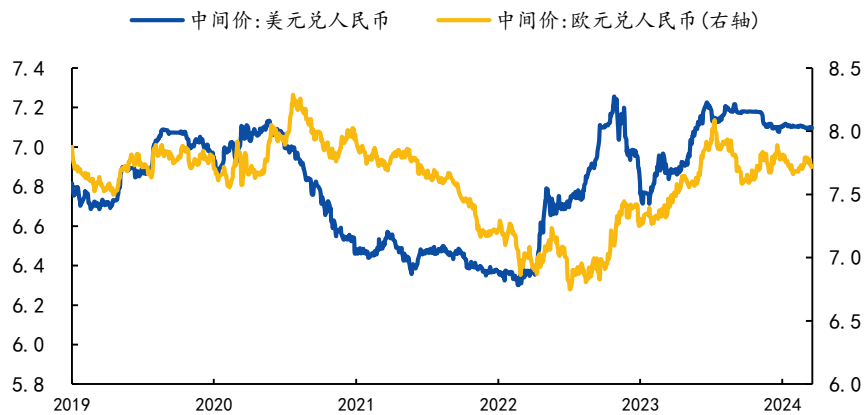
资料来源: 同花顺 ifind, 国元证券研究所

图 12: 2019 年初至今钢材综合价格指数(CSPI)



资料来源: 同花顺 ifind, 国元证券研究所

图 13: 2019 年初至今美元与欧元兑人民币变化



资料来源: 同花顺 ifind, 国元证券研究所

表 4: 2020 至 2023 年前三季度公司汇兑损益占当期利润总额的比例分析(单位:万元)

项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-9 月
汇兑损益	-161.44	-147.7	325.69	378.36
利润总额	7690.82	13355.37	16550.12	17492.07
汇兑损益/利润总额	-2.1%	-1.1%	2.0%	2.2%

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

公司三费占营收比重整体呈逐步下降趋势:

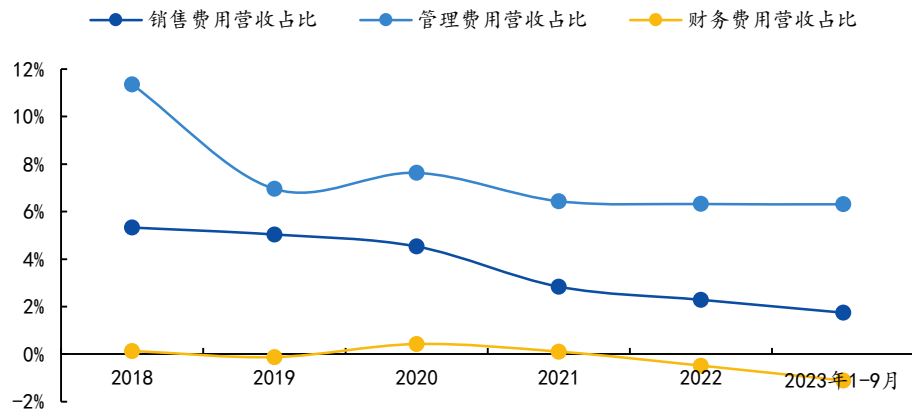
管理费用端:公司 2018 年管理费用较上年度增加 1,658.49 万元,同比增长 83.02%;公司 2018 年管理费用增长较大,主要原因为 2018 年员工持股平台宁波玉米对公司

进行增资，公司确认股份支付 1,518.43 万元。扣除股份支付影响后，2018 年管理费用同比增速与营业收入基本一致。2020 年后，伴随公司主营业务收入增加，规模效应逐步体现，管理费用占营业收入的比例呈现逐年下降态势；

销售费用端：公司销售费用主要由职工薪酬、质保费、运输仓储服务费及佣金等构成，近年来销售费用占营收比重从 2018 持续降低。2021 年后，随着公司营业收入的大幅增加，销售费用逐年增速显著低于营业收入增速，销售费用占营业收入的比例逐年相应下降；

财务费用端：公司财务费用主要由利息收入和汇兑损益构成，得益于公司良好的现金流状况，借款数量一直较少，财务费用占比也相应较低，对公司利润的影响较小。

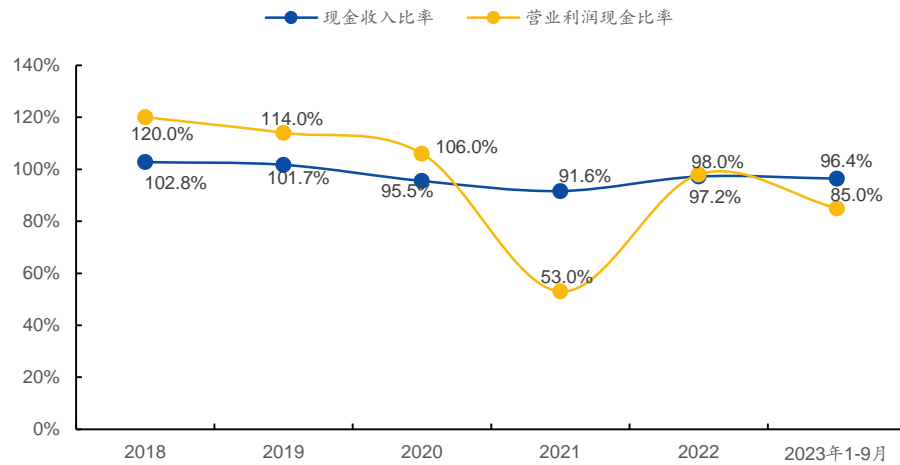
图 14：2020 至 2023 年前三季度公司三费营收占比变化情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司现金流状况稳健，盈利质量优异。在过去的五年中，公司营业收入端现金流占比相对稳健，现金销售比率基本保持在 90% 左右水平。净利润端，公司现金净利润比率除 2021 年外基本保持在 100% 左右水平，盈利质量优异。2021 年现金净利润比率显著降低的原因系公司 2021 年度营业收入较 2020 年度大幅增加，经营性应收项目及存货大幅增加，导致当期经营活动产生的现金流量净额低于净利润。整体来看，公司常年具备稳健的现金流和优秀的经营能力，不仅表明公司在供应链中具有相对较强话语权和竞争力，也意味着公司能够通过其稳健的现金流，有效维持公司的经营活动和资本开支，稳步提升其在汽车电机与流体领域的竞争力。

图 15：2018 至 2023 年前三季度公司现金收入比率与净利润现金比率变化情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 车用微电机市场规模提升，公司微电机矩阵逐步扩容

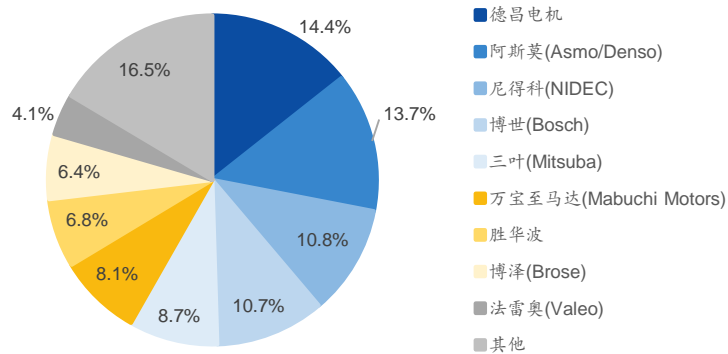
2.1 微电机行业充分受益电动化与智能化浪潮，国产替代加速

目前汽车用微电机以直流有刷为主，渗透率有望伴随智能化提升。微电机一般指体积小、重量轻、能满足多种使用要求的小功率电机，通常输出功率不超过数百瓦，主要应用于汽车的发动机、底盘、车身以及相关附件。在电机的分类中，根据工作电源的不同，一般划分为直流电机和交流电机两大类。直流电机又可以分为有刷电机和无刷电机。有刷微型电机可依靠电刷提供换向功能，因此具备控制调速简单、成本较低等优势，而无刷电机成本高，调速较为复杂，但各性能方面要高于有刷微型直流电机。目前，在汽车微电机的应用领域中，直流有刷电机仍占据着主导地位。

在当前的标准配置中，汽车微电机配置数量与其档次成正比关系。例如，普通乘用车至少需要配置 20 至 30 台微电机，而对于高端豪华轿车，这一数字可增至 60 台以上。随着汽车综合控制技术和智能控制技术的发展，汽车的无人驾驶将逐渐趋于成熟并可能得到实际的应用，同时叠加汽车对于舒适性和安全性等方面的要求进一步提升，我们预计汽车微电机的平均搭载率将持续增长。

前五的位置，合计市场份额达到了 58.5%。尽管德国和日本等发达国家依靠其深厚的制造底蕴和庞大的研发投入，在微电机技术领域保持着领先优势，但近年来，随着国内微电机产业的迅猛发展，加之对国际先进技术的引进与消化，中国供应商已经构建起较为完善的生产技术体系，并正逐步缩小与国际先进水平之间的差距，展现出强劲的发展势头和市场竞争能力。

图 17：2021 年我国汽车微电机销售收入市场份额



资料来源：麦格雷博，QYResearch，国元证券研究所

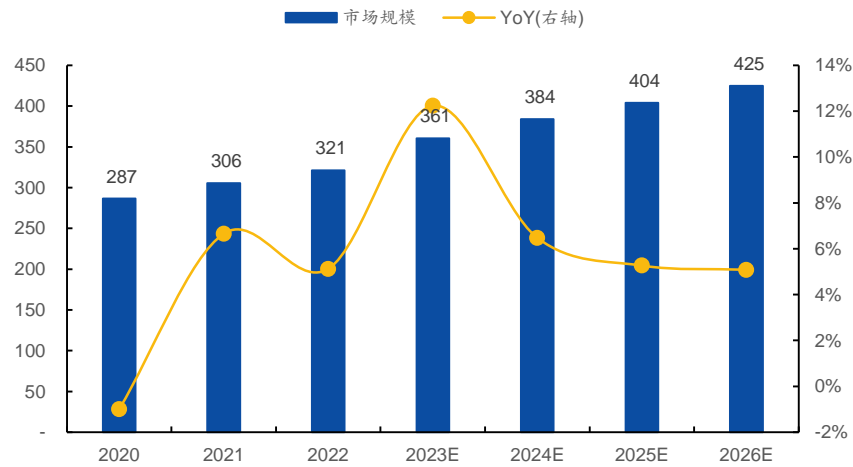
我们预计至 2026 年国内汽车微电机市场规模 424.7 亿元，2020-2026 年 CAGR 为 6.8%。市场规模方面，根据 QYResearch 数据，2020 至 2022 年，我国汽车微电机销量分别为 7.94/8.26/8.58 亿只，对应到单车使用微电机数量分别为 31.4/31.4/32.0 只。展望 2023 至 2026 年，我们作出以下假设：(1) 伴随智能化与新能源化浪潮，我们预计 2023-2026 年单车使用微电机数量将分别达到 33.0/34.5/36/37.5 只；(2) 2024-2026 年国内汽车总销量分别同比提升 5.0%/4.0%/4.0%；(3) 伴随规模效应及降本趋势，2023-2026 年微电机平均单价逐年同比下降 3%。测算得预计至 2026 年国内汽车微电机市场规模 424.7 亿元，2020-2026 年 CAGR 为 6.8%。

表 6：我国 2020 至 2026 年汽车微电机市场规模预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
我国汽车销量(单位：万辆)	2531	2628	2686	3009	3159	3286	3417
YoY	-1.8%	3.8%	2.2%	12.0%	5.0%	4.0%	4.0%
汽车微电机销量(单位：百万只)	794.4	825.9	858.2	993.0	1090.0	1182.9	1281.5
YoY	-1.0%	4.0%	3.9%	15.7%	9.8%	8.5%	8.3%
单车使用微电机数量(单位：只)	31.4	31.4	32.0	33.0	34.5	36.0	37.5
YoY	0.8%	0.1%	1.7%	3.3%	4.5%	4.3%	4.2%
微电机平均单价(单位：元)	36.1	37.0	37.4	36.3	35.2	34.2	33.1
YoY	1.4%	2.6%	1.2%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
市场规模(单位：亿元)	286.6	305.6	321.3	360.6	384.0	404.2	424.7
YoY	-1.0%	6.7%	5.1%	12.2%	6.5%	5.3%	5.1%

资料来源：数据 GO，麦格雷博，QYResearch，国元证券研究所测算

图 18：我国 2020 至 2026 年汽车微电机市场规模变化情况(单位：亿元)

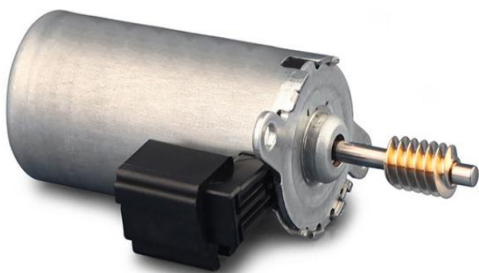


资料来源：数据 G0，麦格雷博，QYResearch，国元证券研究所绘制

2.2 公司电机产品端向总成化升级，产能端持续放量

公司目前已打造完整微电机产品矩阵，近年来贡献主要业绩增量。凭借在微电机领域的丰富技术积累，公司已成功掌握多项关键技术，涉及执行电机与清洗泵电机等领域。近年来，公司专注于四门两盖领域的产品研发，成功开发出多种相关电机产品，预期将在未来广泛应用于不同场景。例如，公司已研发出适用于汽车后备箱及侧门的多种电机，包括后备箱电机、吸合锁电机、磁滞器电机等，以及用于汽车空调系统的风扇电机、汽车门把手的隐形门把手驱动机构、汽车充电系统的充电小门执行器和汽车车门自动开启的电动门电机等。截至 2023 年 9 月 30 日公司汽车电机业务板块营业收入达 26,378.68 万元，占营业收入比重达 40.3%，成为公司最主要的收入和毛利来源。

图 19：公司执行电机产品图



资料来源：公司官网，国元证券研究所

注：执行电机主要应用于汽车尾门、鸥翼门、后视镜折叠电机、自动换挡电机等部件

图 20：公司清洗泵电机产品图

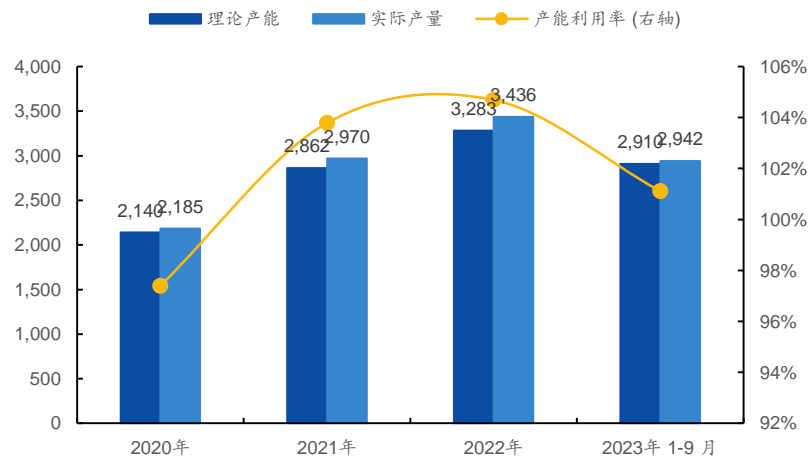


资料来源：公司官网，国元证券研究所

注：清洗泵电机主要应用于汽车前后风窗玻璃、光学传感器清洗、前照灯清洗系统等部件

下游客户拓展顺利，产能利用率维持高位。在下游客户拓展方面，公司的汽车后备箱及侧门电机产品已获得全球知名汽车零部件供应商斯泰必鲁斯、麦格纳的高度认可，并已广泛应用于宝马、福特、上汽、通用以及 A 公司等品牌的中高档车型中。在产品端，尾门电机作为公司在电机领域突破最快的品类，已陆续开拓多家大客户。充电小门产品方面，受益于下游大客户将中国配套份额逐步切换至公司，相关收入快速提升。此外，隐形门把手作为公司的新兴产品线，也已成功吸引了一系列新客户，随着新项目的量产化进程，预计将为公司带来显著的业务增长。产能利用率方面，公司电机工序的年产能持续增长，2020 年至 2023 年前三季度分别达到 2,140.39 万件、2,861.51 万件、3,282.61 万件和 2,909.80 万件，对应的产能利用率分别达到 97.40%、103.79%、104.69% 和 101.11%。整体而言，尽管公司产能逐年保持高增长，但得益于下游市场需求旺盛，公司生产线仍基本保持满负荷运行状态。

图 21：2020 至 2023 年前三季度公司电机工序产能情况(单位：万件)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：理论产能=电机生产线数量*电机生产线设计产能(个/小时)*各期电机生产线理论运行时间(小时)；上述电机工序实际产量包含公司直接对外销售的微电机及用于公司清洗泵、清洗系统产品中的电机

公司电机产能依托募集资金迅速扩张，产品矩阵向总成化升级。依托于电机产品作为业务核心所带来的卓越声誉，公司正逐步推进产品线的战略升级，由传统的单一电机配套向更为综合、系统的总成化产品配套演进，以此构筑更为坚固的竞争优势。在隐形门把手与充电小门等关键领域，公司已成功实施了“电机+执行器”的产品组合拓展策略。展望未来，公司将持续致力于开发更高集成度的系统产品，并在更广泛的应用场景中探索“1+N”的产品拓展模式，以实现更深层次的市场渗透。从当前公司电机相关产品在建和拟建产能情况来看，截至 2023 年 9 月 30 日，公司已规划并着手建设的电机及相关执行器总成项目总计达 1760 万套，预计这些项目全面达产后，将为公司带来超过 4.5 亿元的营业收入，进一步巩固公司在汽车电机领域的市场地位。随着产能的有序释放和产品应用领域的扩大，公司在汽车电机方面的业绩和利润有望保持高增。

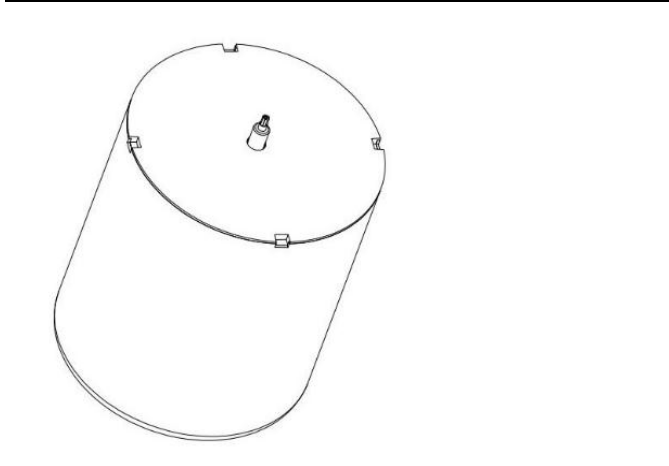
表 7：公司电机相关产品在建和拟建产能情况梳理

投资项目	新增微电机相关产品	产能(单位:万件/套)	达产年收入(单位:万元)
泰国新建汽车零部件生产基地项目	汽车门类电机	300	5,447
	充电门执行器	130	8,697
	隐形门把手执行器	130	3,479
年产 1,954 万件汽车微电机、清洗冷却系统零部件改扩建及研发中心扩建项目	后备箱及侧滑门电机	700	8,500
	隐形门拉手减速电机		5,440
	车门自动开启关闭电机		5,256
新能源汽车微电机及热管理系统、智能感知清洗系统零部件生产基地建设项目	后备箱及侧滑门电机	500	8,500
合计		1760	45,319

资料来源：公司公告，国元证券研究所

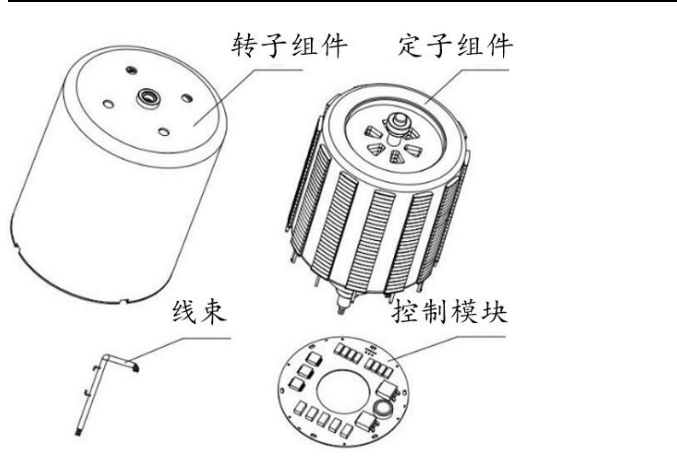
加速谐波磁场电机技术成果转化，推动电机领域底层技术变革。传统电励磁电机因其简便的控制方式、优良的装配特性以及通过调节励磁电流实现磁场强度控制的调速能力而具备高可靠性和适用于大功率场合的特点。尽管传统电励磁电机拥有众多优点，但在节能效果、生产成本以及外形体积方面，与永磁电机相比仍显不足。鉴于此，公司凭借在电机领域的深厚积累和对汽车行业技术趋势的敏锐洞察，成功完成研发出一种新型的谐波磁场驱动电励磁电机，相比较于传统电励磁电机具备功率密度高、体积小、材料成本更节约、电磁干扰少、轴电流腐蚀减少、电机寿命提升等优势。截至 2023 年 9 月末，公司已成功向国家专利局及 PCT 国际专利组织申报了 4 项电机发明专利和 4 项电机实用新型专利。在新技术的落地应用方面，公司目前已与德国伦茨(Lenze)展开合作，共同开发了适用于物流系统的滚筒电机产品。展望未来，公司将持续探索谐波磁场驱动电励磁电机技术在更广泛应用场景中的潜力，致力于满足不同行业对高效能、高性能电机的日益增长的需求。

图 22：公司发明谐波磁场驱动电励磁电机立体图



资料来源：国家知识产权局专利局，国元证券研究所

图 23：公司发明谐波磁场驱动电励磁电机分解示意图



资料来源：国家知识产权局专利局，国元证券研究所

3.ADAS 传感器清洗系统正处于“0-1”阶段，公司积极研发相关产品

3.1ADAS 传感器清洗系统正处于市场渗透早期

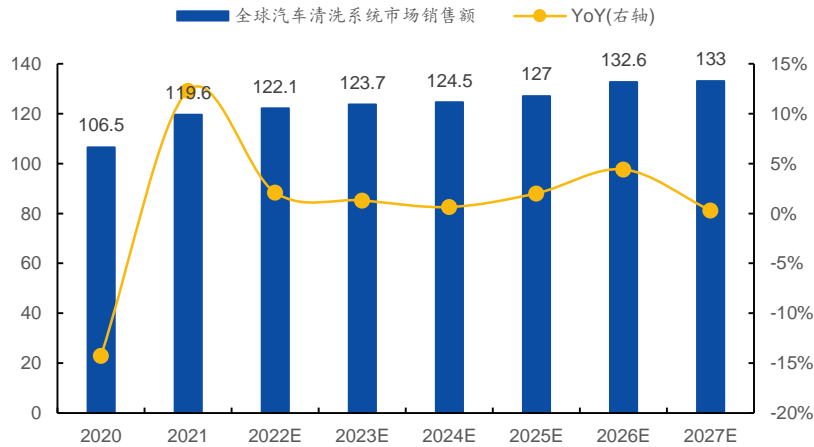
汽车清洗系统行业规模保持稳定增长。汽车清洗系统是指主要安装在车身，并用于自动清洗汽车玻璃、摄像头、车灯、雷达等许多组件组成的总和。一套完整的汽车清洗系统通常包括一个洗涤液罐总成(由清洗泵、洗涤液罐、液位传感器等构成)、若干条洗涤管路、若干个洗涤喷嘴、一个加液管(部分产品加液管直接和洗涤液罐一体成型)等零部件集成。根据公司披露数据,单套汽车普通清洗系统单车价值量在 60 元左右。根据 QYResearch 估计,2020 年,全球汽车清洗系统市场规模已达到 106.5 亿美元,预计到 2027 年将增长至 133.0 亿美元,年复合增长率为 1.79%,其中中国市场增速相对较快,从 2020 年的 21.1 亿美元预计增至 2027 年的 25.1 亿美元,届时将占全球市场的 18.8%。从全球市场份额来看,法雷奥、博世、电装、三叶与特瑞科等主要厂商占据了市场的主导地位,2020 年上述五大厂商的市场份额合计超过了 66.3%。

图 24: 清洗系统产品



资料来源:公司公告,国元证券研究所绘制

图 25：2016-2027E 全球汽车清洗系统市场销售额及增长率（单位：百万美元）



资料来源：QYResearch, 国元证券研究所

受益智能驾驶加速落地，ADAS 清洗迎来新增长机遇。伴随汽车技术逐渐向自动化、智能化的方向发展，高级驾驶辅助系统(ADAS)传感器的需求随之快速上升。根据佐思汽研数据，2023 年，中国乘用车摄像头安装量达 6774.4 万颗，同比增长 33.5%。激光雷达作为高阶智驾核心，2023 年搭载量达 43.2 万颗，同比增长 217.6%，处于快速放量期。ADAS 系统中的摄像头与雷达大多需部署在车身外部，极易被雨水、灰尘、风沙和泥泞等污物覆盖导致视野丢失，智驾系统从而丢失外界环境感知，严重威胁驾乘安全。因此，为了保证 ADAS 传感器能够清晰地感知外部环境，传感器清洗系统的需求随之上升，成为新一代智能车的主流配置。目前，奔驰、宝马、奥迪等整车厂已经在部分车型中搭载前视摄像头清洗功能，特斯拉也陆续为 Cybertruck、Model S 和 X 等车型的前视摄像头配备了清洁喷口，用于清洁摄像头上的污垢或泥土。

表 8：2023 年中国乘用车摄像头及激光雷达安装量及同比

传感器	安装量/单位：万颗	2023 年	2022 年	YoY
摄像头	前视	1318.2	972.5	35.5%
	ADS	641.7	313.5	104.7%
	环视	3312.9	2409.9	37.5%
	倒车	1005.4	1023.1	-1.7%
	DMS	202.8	104.6	93.9%
	DVR	293.4	249.5	17.6%
	合计	6774.4	5073.1	33.5%
激光雷达		43.2	13.6	217.6%

资料来源：佐思汽研，国元证券研究所

图 26: 特斯拉前视摄像头清洁喷嘴



资料来源: 电动快车, 国元证券研究所

图 27: 法雷奥 everView 激光雷达清洁系统



资料来源: CarsPower, 国元证券研究所

表 9: ADAS 清洗部分应用车型梳理

厂商	车型	应用	价格区间(单位: 万元)
特斯拉	Cybertruck	摄像头清洗	43.2-70.8
	Model S	摄像头清洗	69.89-82.89
	Model X	摄像头清洗	73.89-83.89
宝马	宝马 iX	摄像头清洗	49.24-100.89
	宝马 i7	摄像头清洗	71.08-189.90
奥迪	A6L	摄像头清洗	42.79-65.68
	A4Avant/A4Allroad	摄像头清洗	28.70-44.68
	Q5L/Q5LSportback	摄像头清洗	39.75-49.79
	A6Avant/A6Allroad	摄像头清洗	46.08-63.78
	A7	摄像头清洗	58.98-78.88
	Q7	摄像头清洗	63.28-80.48
	Q8	摄像头清洗	78.28-114.68
	E-tron/E-tronSportback	摄像头清洗	54.68-72.98
	A8L/A8L	摄像头/激光雷达清洗系统	78.98-207.68
大众	ID.4X	摄像头清洗	19.59-28.34
	ID.6X	摄像头清洗	25.99-32.94
沃尔沃	EX90	激光雷达清洗	49.6-65.6
奔驰	奔驰 S 级	激光雷达清洗	96.26-204.26

资料来源: IT之家, 懂车帝, 汽车之家, 易车, 国元证券研究所

注: 价格区间查询时间为 2024 年 3 月 26 日

3.2 微电机行业充分受益电动化与智能化浪潮，国产替代加速

公司自成立以来一直专注于提供高品质车用清洗泵与清洗系统产品。公司生产的清洗系统产品涵盖了洗涤液罐总成、洗涤管路、洗涤喷嘴、加液管等组件，构成了一套完整的汽车清洗解决方案。作为国内较早进入大型合资整车制造企业配套体系的内资企业，公司在汽车清洗系统产品的研发与制造领域拥有丰富的经验。公司总成产品已广泛应用于广汽本田、东风本田、东风日产、上汽通用、广汽集团、吉利汽车、长城汽车、中国一汽以及新兴造车势力等众多知名汽车品牌的多款车型。此外，零部件方面，公司的清洗泵产品以其卓越的品质和性能，已与包括庆博雨刮(KBWS)、曼胡默尔(Mann+Hummel)、东洋机电(DYAuto)、劳士领(Rochling)、法可赛(Ficosa)、艾倍思(ABCGroup)等全球知名跨国汽车零部件供应商建立了稳固的合作伙伴关系。

图 28：公司汽车清洗系统主要组成部分示意图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 29：公司双向清洗泵产品主要组成部分示意图

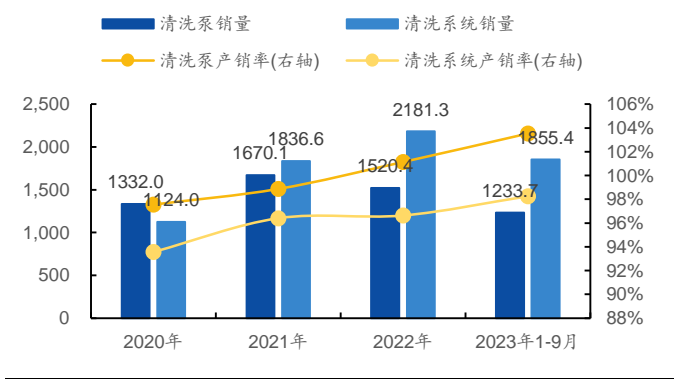


资料来源：公司公告，国元证券研究所

清洗系统产能持续增长，清洗泵产量跟随海外车市波动。受洗涤液罐体积较大和重量较轻的影响，海外销售的运费成本较高，导致公司的清洗系统客户主要集中在国内市场，而清洗泵业务则主要面向海外汽车零部件供应商。自 2020 年以来，公司通过卓越的客户服务、海外生产基地的逐步优化，以及持续开发新能源汽车客户等方式，有效地推动了传统清洗系统业务市场份额的扩张，实现了清洗系统业务的快速增长。

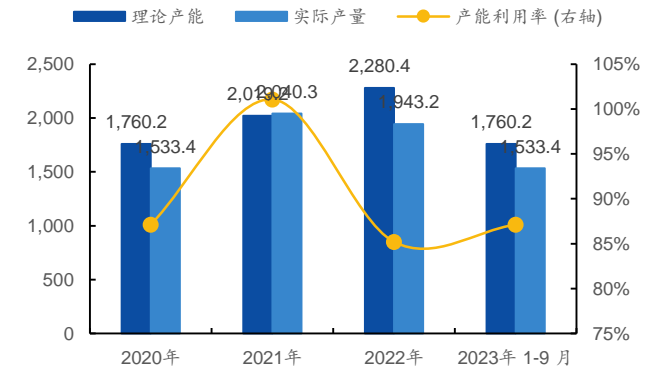
销量方面，公司清洗系统从 2020 年的 1124.0 万件增长至 2022 年的 2181.3 万件，两年间的复合增长率达 39.3%。展望未来，随着国内市场占有率的持续提升和海外生产基地的逐步投入运营，我们预计传统清洗系统业务将继续保持强劲的增长态势。而清洗泵业务主要服务于海外市场，其销量受到全球汽车市场景气度影响较明显。展望未来，公司有望凭借其在清洗泵领域的技术优势和稳定客户基础，在全球市场中持续保持竞争力。

图 30：2020 至 2023 年前三季度公司清洗业务产量及产销率(单位：万件)



资料来源：公司公告, 国元证券研究所

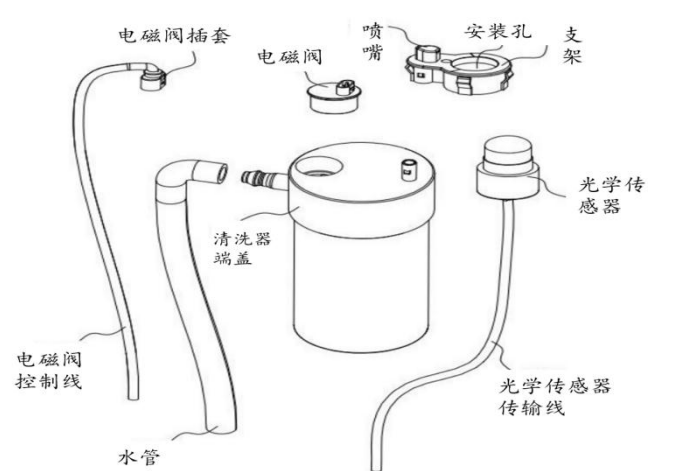
图 31：2020 至 2023 年前三季度公司清洗泵装配工序产能利用率情况(单位：万件)



资料来源：公司公告, 国元证券研究所

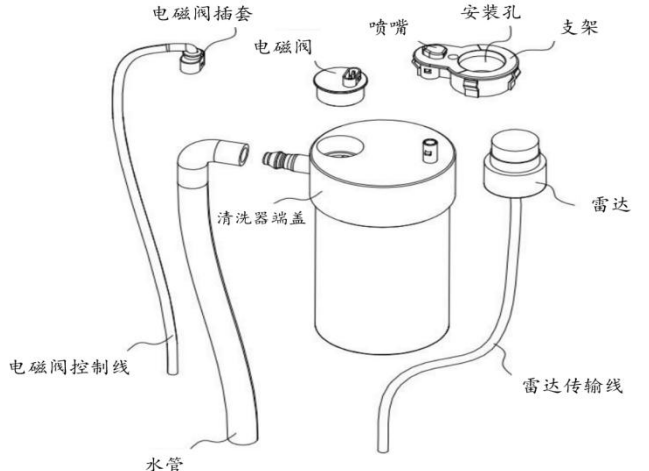
公司凭借清洗技术领域的深厚积累，前瞻性布局 ADAS 智能清洗系统。公司针对传统清洗系统被迭代风险，前瞻性地布局了针对 ADAS 系统传感器的主动感知清洗系统的研发。根据公司目前申请专利《车用光学传感器和雷达主动清洗装置》，该系统由水泵、温度传感器、加热器、水箱、水管、加热带、控制器等多个先进部件构成，能够实现光学传感器和雷达的自动清洁检测与判断。当系统检测到传感器不清洁时，控制器将自动激活水泵和清洗器，从而有效清洁光学传感器和雷达表面。与传统清洗系统相比，该产品的智能化和复杂性显著提升，且需满足定制化需求，研发周期较长，因此具备一定的技术壁垒。目前公司部分下游客户已进入小批量定点环节。

图 32：光学传感器清洗系统的分解结构示意图



资料来源：国家知识产权局专利局, 国元证券研究所

图 33：激光雷达清洗系统的分解结构示意图



资料来源：国家知识产权局专利局, 国元证券研究所

海外产能逐步落地叠加国内高端产品逐步量产，公司流体产品产能端持续放量。公司凭借其卓越的产品品质，在国际市场上赢得了广泛的认可。2022年，公司基本处于满产状态。受限于公司现有产能主要集中在国内，仍无法快速响应国际市场的需求。因此，公司计划于美国工厂与泰国生产基地第一期分别投资不超过1500万美元与2亿元人民币，合计建设250万套清洗系统与300万套清洗泵产能。目前，上述两大国际工厂正在有序建设当中。高端产品方面，公司目标建设25万套主动清洗泵、72万套激光雷达清洗伸缩喷嘴、180万套摄像头清洗喷嘴等产线，有望进一步打开公司流体业务板块天花板，同时为未来市场的主动智能清洗系统的深入渗透奠定了坚实基础。截至2023年9月30日，公司已规划并着手建设的流体相关产品总计达3441万套，预计在全面达产后将为公司带来超过3.8亿元的营业收入。

表 10：公司流体相关产品在建和拟建产能情况梳理

投资项目	新增流体相关产品	产能(单位:万件/套)	达产年收入(单位:万元)
泰国新建汽车零部件生产基地项目	清洗泵	300	2,867
年产1,954万件汽车微电机、清洗冷却系统零部件改扩建及研发中心扩建项目	清洗泵	400	3,800
	雨刮喷嘴	710	5,325
	冷却液管及歧管	144	4,896
	主动清洗泵 100W	25	4,400
新能源汽车微电机及热管理系统、智能感知清洗系统零部件生产基地建设项目	激光雷达清洗伸缩喷嘴	72	1,728
	摄像头清洗喷嘴	180	900
	清洗泵	800	7,600
	雨刮喷嘴	490	3,675
	清洗系统	70	3,500
	美国恒帅年产250万套洗涤器生产线项目	清洗系统	250

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 投资建议

结合未来几年新能源汽车快速发展态势，同时我们预计伴随公司在建产能的逐步落地，公司市场占有率持续提升，预计公司 2023-2025 年收入分别为 9.63/12.53/15.69 亿元，同比增长 30.4%/30.1%/25.2%，其中：

- (1) **汽车电机业务：**在产品端，尾门电机作为公司在电机领域突破最快的品类，已陆续开拓多家大客户。充电小门产品方面，受益于下游大客户将中国配套份额逐步切换至公司，相关收入快速提升。此外，隐形门把手作为公司的新兴产品线，也已成功吸引了一系列新客户，随着新项目的量产化进程，预计将为公司带来显著的业务增长。产能利用率方面，公司产能近年来保持高增长，但得益于下游市场需求旺盛，公司生产线仍基本保持满负荷运行状态。我们预计公司 2023-2025 年电机业务合计营收分别为 3.94/6.04/8.05 亿元，对应增速分别为 46.7%/53.5%/33.2%；
- (2) **清洗系统业务：**公司清洗系统客户主要集中在国内市场，随着国内市场占有率的持续提升和美国工厂逐步投入运营，我们预计传统清洗系统业务将继续保持强劲的增长态势。此外，公司前瞻性地布局了 ADAS 传感器清洗系统，产品价值量相较于传统清洗系统有较大提升，从中长期将带动公司清洗系统业务营收增长。我们预计公司 2023-2025 年清洗系统业务合计营收分别为 2.64/3.16/3.96 亿元，对应增速分别为 24.8%/19.5%/25.3%；
- (3) **清洗泵业务：**公司清洗泵业务目前主要面向海外汽车零部件供应商，全球市场占有率较高，因此销量受到全球汽车市场景气度影响较明显。此外，伴随公司泰国工厂的产能爬升，清洗泵业务供给端将保持稳步增长。我们预计公司 2023-2025 年清洗泵业务合计营收分别为 2.11/2.26/2.42 亿元，对应增速分别为 17.7%/7.0%/6.9%；
- (4) **其他产品：**公司其他产品主要包括冷却歧管、电子水泵、电子阀、膨胀水箱等热管理相关产品及谐波磁场电机相关产品。其中目前最核心的冷却歧管产品业务增速较快，2023 年上半年实现收入 2,907.84 万元，同比增长 39.92%。后续随着客户其他车型的不断推出，冷却歧管产品仍有望持续增长。我们预计公司 2023-2025 年其他产品合计营收分别为 0.82/0.95/1.16 亿元，对应增速分别为 13.3%/15.0%/22.0%；

毛利率端：目前原材料价格均已从高位回落，盈利水平有望逐步企稳。我们预计 2023-2025 年公司毛利率为 34.2%/34.4%/34.2%；

综合考虑公司发展情况，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.05/2.72/3.38 亿元，同比增长 41.16%/32.29%/24.39%，对应 PE32.81x/24.80x/19.94x。

表 11：公司营收及毛利率预测 (单位：百万元)

		2022	2023E	2024E	2025E
微电机	营业收入	268.4	393.7	604.3	804.7
	YoY	56.6%	46.7%	53.5%	33.2%
	毛利率	33.8%	35.0%	36.0%	36.0%
清洗系统	营业收入	211.8	264.3	316.0	396.0
	YoY	25.4%	24.8%	19.5%	25.3%
	毛利率	28.3%	29.0%	28.5%	28.0%
清洗泵	营业收入	179.6	211.4	226.1	241.6
	YoY	-1.0%	17.7%	7.0%	6.9%
	毛利率	33.8%	36.0%	35.0%	35.0%
其他产品	营业收入	72.8	82.5	94.9	115.7
	YoY	40.0%	13.3%	15.0%	22.0%
	毛利率	42.0%	40.0%	40.0%	40.0%
其他收入	营业收入	6.2	11.2	11.8	11.2
	YoY	-42.3%	81.9%	5.0%	-5.0%
	毛利率	48.5%	50.0%	50.0%	50.0%
合计营收	营业收入	738.8	963.1	1,252.9	1,569.2
	YoY	26.4%	30.4%	30.1%	25.2%
	毛利率	33.2%	34.2%	34.4%	34.2%

资料来源：国元证券研究所

表 12：公司盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	584.45	738.75	963.10	1252.94	1569.19
收入同比(%)	71.33	26.40	30.37	30.09	25.24
归母净利润(百万元)	115.60	145.53	205.43	271.76	338.06
归母净利润同比(%)	74.21	25.90	41.16	32.29	24.39
ROE(%)	14.70	15.91	18.70	20.27	20.65
每股收益(元)	1.44	1.82	2.57	3.40	4.23
市盈率(P/E)	55.57	44.14	31.27	23.64	19.00

资料来源：同花顺 iFind, 国元证券研究所

公司属于国内领先的汽车电机技术解决方案供应商，下游客户涵盖全球领先的零部件供应商及整车厂，因此受益行业规模的快速放量，呈现成长属性。除具备行业特征外，公司也具有产品结构较丰富、研发实力较强等诸多优势。我们使用可比公司法对公司进行估值。

考虑到公司目前汽车电机业务与流体业务均充分受益于新能源车电气化与智能化发展，我们选取汽车零部件行业的华阳集团、德赛西威和星宇股份作为可比公司，上述三家公司后续均有望受益于汽车电气化与智能化水平的持续提升，三家公司 2024

一致性预期 PE 平均值 26.29。考虑到公司汽车电机业务将持续受益于新能源汽车车用微电机增量应用场景和整体渗透率的快速增加，同时公司前瞻性地布局了 ADAS 主动感知清洗系统，后续将持续受益于汽车智能化趋势。我们将上述三家可比公司 2024 年一致性预期 PE 平均值作为公司合理估值，对应目标市值 71.45 亿元，较当前市值增幅空间 11.23%。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 13：可比公司估值(单位：百万元)

代码	名称	市值	归母净利润				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002906.SZ	华阳集团	13413.87	380.46	464.71	638.84	849.04	35.26	28.87	21.00	15.80
601799.SH	星宇股份	40012.26	941.42	1152.59	1566.42	1979.72	42.50	34.72	25.54	20.21
002920.SZ	德赛西威	69103.81	1183.85	1531.16	2137.60	2849.84	58.37	45.13	32.33	24.25
平均值							45.65	36.24	26.29	20.09

资料来源：wind，国元证券研究所，市值数据为 2024 年 3 月 28 日收盘值，净利润预测为 wind 一致性预期

5. 风险提示

汽车行业周期性波动的风险

公司依托现有电机和流体技术，将现有业务规划布局为四大业务单元。在电机技术领域，划分为电机业务、电动模块业务；在流体技术领域，划分为驾驶视觉清洗系统、热管理系统业务。公司属于汽车行业上游的零部件行业，因而公司的业务发展与全球汽车行业息息相关。公司产品为非易损件，设计使用寿命较长，通常能覆盖汽车的整个生命周期，因而公司产品需求主要源自新增汽车的市场需求以及少量的售后服务市场需求。公司收入一定程度上会受下游汽车行业产销量的影响。汽车行业受宏观经济和国内产业政策的影响较大，若未来全球经济和国内宏观经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，未来汽车行业景气度出现明显下滑，可能导致总需求下降和加剧行业竞争，公司相关产品的销售数量及销售单价可能受到一定影响，从而将对公司的经营业绩产生不利影响。

原材料价格波动风险

公司主要原材料为各类五金件、橡胶件、塑料材料、电子元件、导线等。近年来公司直接材料占主营业务成本的比例在 75% 左右。虽然公司直接材料占主营业务成本比例较高，但公司采购物料种类较多，单一品种的采购金额占比较小；因而公司产品售价受单种原材料的价格波动影响较小，主要产品价格与单种原材料价格变动的联动性较小。实际业务中，公司较少因为原材料价格波动与客户协议调整销售价格。报告期内，公司原材料价格波动较大，对公司成本管控能力提出了挑战，对公司产品成本产生一定影响。

新产品开发风险

汽车零部件产品具有特定的生命周期。为稳定业务增长，公司需要持续不断地进行新产品开发。新产品必须经过客户严格的质量认证，认证周期长、环节多，不确定风险大，公司存在因新产品开发失败导致业绩下滑或影响公司与客户长期合作的风险。公司以现有业务为依托，积极开发适应汽车行业新能源、自动化和智能化趋势的各类车用电机及执行器，并进入汽车热管理系统领域：如应用于汽车车门的吸合锁电机，应用于汽车门把手的隐形门把手电机、应用于汽车充电系统的充电小门执行器；应用于新能源汽车热管理系统的冷却歧管及电子循环泵；应用于智能汽车高级驾驶辅助系统（ADAS）传感器的主动感知清洗系统等产品。虽然公司具有开发相关新产品的技术基础，部分产品已经开发到一定的进度，但仍然存在因客户开发进度不及预期或新产品推出市场不及预期而导致相关业务规模无法迅速扩大的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位：百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	676.54	810.26	1014.24	1148.88	1429.78
现金	43.07	118.09	288.93	317.87	496.14
应收账款	149.40	190.46	228.55	269.62	327.25
其他应收款	3.20	2.60	6.98	4.02	10.62
预付账款	6.16	6.19	14.45	18.79	23.54
存货	95.64	108.54	137.34	169.95	203.18
其他流动资产	379.07	384.38	337.99	368.63	369.05
非流动资产	268.18	364.27	459.64	566.21	684.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	153.77	170.83	264.54	351.52	443.04
无形资产	59.72	59.64	81.90	94.34	100.73
其他非流动资产	54.69	133.79	113.20	120.35	140.90
资产总计	944.72	1174.52	1473.88	1715.09	2114.46
流动负债	138.92	232.96	342.94	336.06	430.77
短期借款	0.00	10.00	84.98	0.00	0.00
应付账款	75.98	129.34	157.57	211.38	271.86
其他流动负债	62.94	93.61	100.39	124.68	158.92
非流动负债	19.40	26.80	32.17	38.60	46.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	19.40	26.80	32.17	38.60	46.32
负债合计	158.32	259.76	375.11	374.66	477.09
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	494.56	494.56	494.56	494.56	494.56
留存收益	213.77	339.30	524.72	765.67	1062.97
归属母公司股东权益	786.40	914.76	1098.77	1340.43	1637.37
负债和股东权益	944.72	1174.52	1473.88	1715.09	2114.46

现金流量表					
单位：百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	67.66	158.40	163.32	298.84	368.66
净利润	115.60	145.53	205.43	271.76	338.06
折旧摊销	18.81	23.36	31.67	47.85	66.06
财务费用	0.59	-3.62	-0.95	-2.67	-6.07
投资损失	-4.99	-12.07	-24.71	-20.50	-21.90
营运资金变动	-70.25	-1.21	-49.88	-3.87	-6.50
其他经营现金流	7.89	6.42	1.76	6.27	-0.98
投资活动现金流	-426.58	-103.00	-48.88	-157.16	-155.08
资本支出	113.93	115.89	100.00	135.00	170.00
长期投资	317.83	-0.51	0.99	1.18	1.42
其他投资现金流	5.18	12.38	52.11	-20.98	16.34
筹资活动现金流	356.14	-10.88	56.39	-112.74	-35.31
短期借款	-0.14	10.00	74.98	-84.98	0.00
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加					
资本公积增加	354.95	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-18.67	-20.88	-18.59	-27.76	-35.31
现金净增加额	-4.80	50.67	170.84	28.94	178.27

资料来源：同花顺 IFinD，国元证券研究所

利润表					
单位：百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	584.45	738.75	963.10	1252.94	1569.19
营业成本	381.94	493.87	633.96	822.40	1032.19
营业税金及附加	3.84	6.04	7.63	9.46	12.37
营业费用	16.61	16.91	17.34	21.30	25.89
管理费用	37.64	46.72	62.60	78.31	94.15
研发费用	20.35	27.75	30.82	41.35	53.35
财务费用	0.59	-3.62	-0.95	-2.68	-6.10
资产减值损失	-0.74	-0.17	-0.46	-0.41	-0.39
公允价值变动收益	3.76	-1.13	1.01	1.21	1.19
投资净收益	4.99	12.07	24.71	20.50	21.90
营业利润	128.31	162.01	237.72	304.81	380.28
营业外收入	5.30	3.68	4.05	4.13	4.03
营业外支出	0.06	0.19	0.09	0.11	0.13
利润总额	133.55	165.50	241.68	308.83	384.18
所得税	17.96	19.97	36.25	37.06	46.10
净利润	115.60	145.53	205.43	271.77	338.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	115.60	145.53	205.43	271.77	338.08
EBITDA	147.71	181.74	268.44	349.98	440.24
EPS(元)	1.44	1.82	2.57	3.40	4.23

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	71.33	26.40	30.37	30.09	25.24
	72.74	26.26	46.73	28.22	24.76
营业利润(%)					
归属母公司净利润(%)	74.21	25.90	41.16	32.30	24.40
获利能力					
毛利率(%)	34.65	33.15	34.18	34.36	34.22
净利率(%)	19.78	19.70	21.33	21.69	21.54
ROE(%)	14.70	15.91	18.70	20.27	20.65
ROIC(%)	29.95	31.96	34.78	39.12	41.04
偿债能力					
资产负债率(%)	16.76	22.12	25.45	21.81	22.54
净负债比率(%)	0.25	4.10	22.66	-0.18	-0.14
流动比率	4.87	3.48	2.96	3.42	3.32
速动比率	4.18	3.01	2.56	2.91	2.85
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.70	0.73	0.79	0.82
应收账款周转率	4.71	4.25	4.60	4.98	5.20
应付账款周转率	5.11	4.81	4.42	4.46	4.27
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.44	1.82	2.57	3.40	4.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.98	2.04	3.74	4.61
每股净资产(最新摊薄)	9.83	11.43	13.73	16.76	20.47
估值比率					
P/E	55.57	44.14	31.27	23.64	19.00
P/B	8.17	7.02	5.85	4.79	3.92
EV/EBITDA	40.15	32.63	22.09	16.95	13.47

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188