

增持 (维持)

保隆科技 (603197)

空悬传感器等放量, 新成长周期启动

2023年05月08日

## 市场数据

日期	2023/05/08
收盘价(元)	43.16
总股本(百万股)	208.92
流通股本(百万股)	207.79
净资产(百万元)	2584.86
总资产(百万元)	6906.13
每股净资产(元)	12.37

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证汽车】保隆科技 2022 年三季报点评: 新业务不断获取订单并进入放量周期, 公司有望保持增长》2022-11-03

《【兴证汽车】保隆科技 2022 中报点评: 新业务逐步进入放量周期, 公司盈利能力有望得到改善》2022-09-07

## 分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

## 投资要点

公司是多品类布局的汽车电子类零部件集团, 传统业务 TPMS、气门嘴、金属管件全球范围内的扩张 (2013-2019 实现了收入年复合 21% 的增长) 体现了公司产品拓展和全球经营的能力, 最近几年公司大力投入并培育空气悬挂、传感器、ADAS 等新业务, 2023 年随着空悬主要客户产品量产和传感器进一步放量, 公司新业务有望进入收获期, 从而开启公司新一轮成长周期。

- **传统业务: TPMS、气门嘴、排气管件等底盘业务稳健, 后续有望平稳增长。** TPMS、气门嘴及金属管件业务为公司底盘业务, 目前营收占比超 80%。TPMS 领域: 公司深耕 20 余载, 且 2019 年联合德国霍富成立合资公司保富电子, 在 TPMS 领域加强全球化布局, 2022 年全球市占率预计超 20%, 客户涵盖主流的外资、国内自主以及新势力品牌, 后续行业方面后装市场渗透率有望进一步提升, 公司层面保富中国客户有望持续增长, 且整合完毕后供应链全球协同盈利能力有望提升。气门嘴: 公司起家业务, 经营 25 载, 当前毛利率稳定 40% 以上, 全球市占率稳定在 10% 以上, 后续有望随 TPMS 气门嘴海外出口增长而稳定增长。金属管件: 公司排气系统尾管及热端管市场主要集中在汽车前装市场, 公司客户持续拓展且开始逐步布局更具成长性的轻量化底盘件, 未来随着排气管新客户放量以及轻量化底盘业务放量继续稳定增长。
- **新业务一: 空气悬架国产化提速渗透率提升, 公司布局早优势突出订单饱满, 当前处于放量拐点。** 空气悬架得益于国产化降本以及整车内卷配置提升, 整体行业渗透率快速提升。公司空悬业务具备技术+产品+客户三重优势。在空悬系统主要零部件均已实现自研, 可提供一体化空气悬架系统解决方案, 降低外采成本。同时依托公司良好客户基础, 空悬产品进入密集订单斩获期, 目前在手订单金额超过 100 亿元, 2023 年随着主要大客户产品量产, 公司空悬业务有望大规模放量。
- **新业务二: 传感器已初具规模, 后续有望持续处于向上周期。** 公司传感器业务抓住国产提升机遇, 与国际芯片大厂建立长期战略合作关系, 以及国产化芯片替代开发等措施实现芯片等核心电子元件供应链稳定可靠, 还并购德国 PEX 及上海龙感, 整合全球研发、生产和市场资源, 在技术、成本、服务上获得优势。公司 2022 年实现传感器出货量 1850 万只, 同比增长 105.90%, 未来有望继续快速放量。
- **新业务三: ADAS 产品布局丰富, 规模放量后有望成为远期成长新动力。** 公司于 2013 年布局 ADAS 业务, 产品线涵盖摄像头、毫米波雷达、域控制器、4D 毫米波雷达、魔毯技术等, 目前在手订单超过 30 亿元。公司不断与优质公司合作, 丰富自身技术实力与产品线。公司 ADAS 业务正处于快速增长期, 产品及客户持续拓展, 后续有望随着产品客户持续拓展, 下游出货量提升。持续改善板块盈利能力。
- **投资建议: 公司底盘业务稳健增长, 新业务逐步进入放量周期有望驱动公司进入新一轮成长周期!** 我们预计公司气门嘴、TPMS、金属关键等业务未来稳健增长, 新业务传感器、空悬、ADAS 逐步进入收获期, 提供业绩增长弹性。预计公司 2023-2025 年归母净利润预测 4.08 亿元/5.53 亿元/7.57 亿元, 维持“增持”评级。
- **风险提示: 产能释放不及预期; 原材料价格上涨; 汇率出现大幅波动**

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4778	6101	8118	10079
同比增长	22.6%	27.7%	33.1%	24.2%
归母净利润(百万元)	214	408	553	757
同比增长	-20.2%	90.4%	35.6%	37.0%
毛利率	28.0%	27.6%	28.7%	29.7%
ROE	8.6%	14.5%	16.8%	19.3%
每股收益(元)	1.03	1.95	2.65	3.63
市盈率	42.1	22.1	16.3	11.9

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

一、底盘业务稳中有升，前瞻布局轻量化及智能化领域.....	- 4 -
1.1、历经 25 年发展，成长为全球经营的多品类零部件公司.....	- 4 -
1.2、传统业务稳健发展，新型业务即将进入放量周期.....	- 6 -
二、传统业务：TPMS、气门嘴、金属管件未来预计稳健增长.....	- 8 -
2.1、TPMS 与气门嘴：增速趋于稳定，构筑公司底盘.....	- 9 -
2.2、金属管件：底盘稳健，盈利能力有望稳中有升.....	- 12 -
2.3、轻量化：传统业务中的增量，未来有望放量向上.....	- 13 -
三、新业务：空悬和传感器进入放量周期，ADAS 逐步减亏.....	- 14 -
3.1、市场空间：智能化+高端化，公司新业务市场空间广阔.....	- 14 -
3.2、公司空悬：技术+产品+客户三重优势，即将迎来放量拐点.....	- 18 -
3.3、保隆传感器：抓住国产替代机遇，逐步进入放量周期.....	- 19 -
3.4、保隆 ADAS：仍在投入培育期，但规模上量有望减亏.....	- 20 -
四、盈利预测与风险提示.....	- 22 -
4.1、盈利预测与历史估值复盘.....	- 22 -
4.2、风险提示.....	- 24 -

## 图 目 录

图 1、公司发展历程.....	- 4 -
图 2、公司股权结构（截至 2023 年 5 月）.....	- 5 -
图 3、公司主要整车厂客户一览.....	- 5 -
图 4、公司主要 T1 客户一览.....	- 5 -
图 5、公司各园区及分子公司全球布局图谱.....	- 6 -
图 6、公司产品布局涵盖智能化及轻量化多个领域.....	- 7 -
图 7、公司历年营业收入及增速（单位：亿元）.....	- 7 -
图 8、公司历年归母净利润及增速（单位：亿元）.....	- 7 -
图 9、公司历年各业务营收占比.....	- 7 -
图 10、公司新产品历年营收情况（单位：亿元）.....	- 7 -
图 11、公司历年毛利率与净利率.....	- 8 -
图 12、公司历年费用率.....	- 8 -
图 13、公司历年海外与国内业务占比情况.....	- 8 -
图 14、公司历年 ROE.....	- 8 -
图 15、全球气门嘴市场空间测算（亿元）.....	- 9 -
图 16、全球 TPMS 市场空间测算（亿元）.....	- 9 -
图 17、TPMS 系统.....	- 9 -
图 18、TPMS 成本占比.....	- 10 -
图 19、国内前装及后装 TPMS 渗透率.....	- 10 -
图 20、2018 年 TPMS 国内市占率.....	- 10 -
图 21、2018 年 TPMS 全球市占率.....	- 10 -
图 22、TPMS 发射器销量（万支）及全球市占率预测.....	- 10 -
图 23、历年 TPMS 业务营收（亿元）及毛利率.....	- 10 -
图 24、保富电子乘用车客户.....	- 11 -
图 25、保富电子商用车客户.....	- 11 -
图 26、气门嘴业务历年营收（亿元）及毛利率.....	- 12 -
图 27、公司历年气门嘴业务销量及市占率测算（单位：万件）.....	- 12 -
图 28、公司金属管件使用位置.....	- 13 -
图 29、汽车金属部件业务历年营收（亿元）.....	- 13 -

图 30、金属管件销量（万件）.....	- 13 -
图 31、公司轻量化产品布局.....	- 14 -
图 32、空气悬架系统成本构成.....	- 15 -
图 33、空气悬架车型价格带（单位：万元）.....	- 15 -
图 34、汽车传感器工作原理.....	- 16 -
图 35、汽车传感器分类.....	- 16 -
图 36、公司空气悬架系列产品.....	- 18 -
图 37、公司电控空气悬架系统.....	- 18 -
图 38、公司历年传感器销量（单位：万只）.....	- 20 -
图 39、公司传感器产品序列.....	- 20 -
图 40、保隆科技历史估值水平（PE-TTM）复盘.....	- 24 -

## 表目录

表 1、公司相应产品定点及客户整理.....	- 6 -
表 2、部分配备空悬车辆情况整理.....	- 15 -
表 3、汽车传感器部分政策整理.....	- 17 -
表 4、空悬、传感器及 ADAS 产品市场空间测算.....	- 17 -
表 5、公司空悬系列产品近期定点获取情况.....	- 19 -
表 6、国内空悬供应商相关情况.....	- 19 -
表 7、公司 ADAS 系列产品.....	- 21 -
表 8、公司 ADAS 产品部分定点.....	- 21 -
表 9、公司分业务业绩测算.....	- 23 -
附表.....	- 25 -

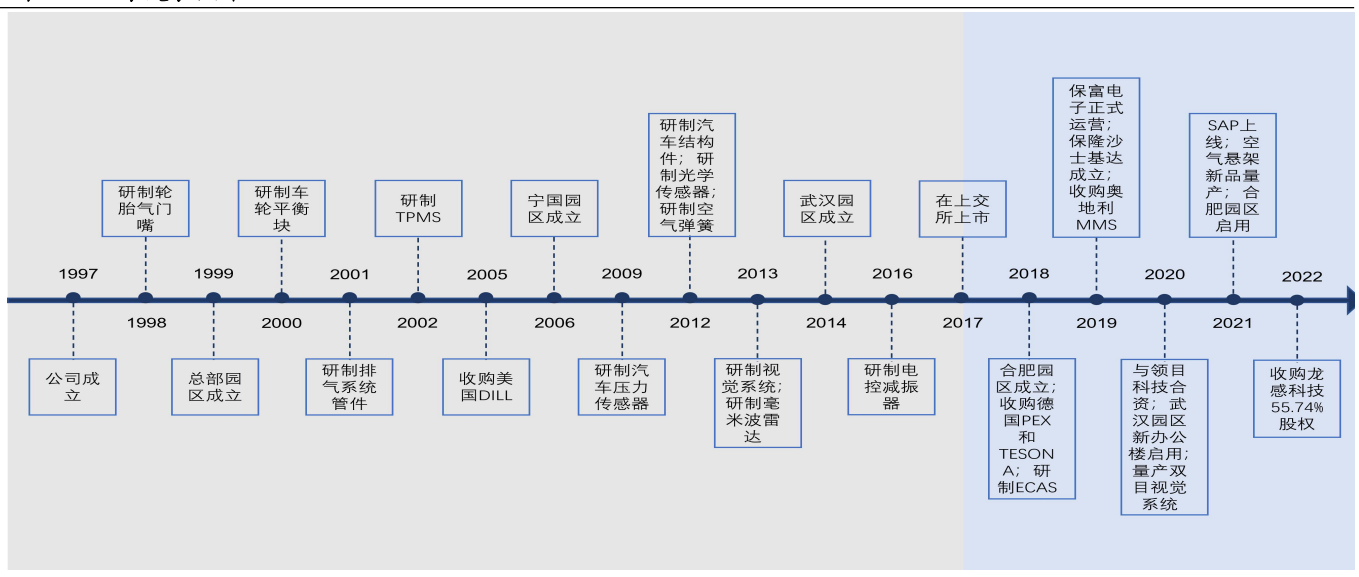
## 报告正文

# 一、底盘业务稳中有升，前瞻布局轻量化及智能化领域

## 1.1、历经 25 年发展，成长为全球经营的多品类零部件公司

公司顺应市场趋势多次拓展品类，公司经营范围不断扩展。公司发展路径大致可以分为以下几个阶段：（1）**创业起步期**：公司成立于 1997 年，总部位于上海。刚开始做气门嘴及平衡块起家。（2）**稳健发展期**：进入 21 世纪，公司开始布局 TPMS 及排气系统管件领域。（3）**新业务扩展期**：2012 年开始，公司开始加大轻量化及智能化领域投入，研发汽车结构件、空气弹簧以及视觉系统与毫米波雷达产品。2017 年公司成功上市。（4）**资源整合期**：2018 年开始加大资源整合力度，先后收购德国 PEX 及 TESONA，并成立保富电子及保隆沙士基达，向产品及客户双重扩展的路线一路进发，轻量化及智能化产品开始进入大规模放量周期。2021 年，公司空气弹簧产品成功量产。2022 年，收购上海龙感科技 55.74% 股权。（5）**新业务收获期**：2023 年开始空悬、传感器等新业务开始进入收获期。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**公司股权清晰，实控人持股比例 27.8%。**截至 2023 年 5 月，公司实控人为陈洪凌、张祖秋、宋瑾，分别持股比例为 16.49%，9.94%与 1.34%。其中陈洪凌与宋瑾为公司创始人，二者为夫妻关系。陈洪凌曾就职于中国汽车工业进出口总公司厦门公司，1997 年创立公司前身上海保隆实业有限公司。张祖秋曾就职于南京金城集团，1997 年就职于公司至今，现担任公司董事长。公司实控人持股占比合计 27.8%。



表 1、公司相应产品定点及客户整理

公告时间	产品	主机厂	生命周期总金额 (亿元)
2021年10月12日	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	1.72
2021年12月18日	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某新能源汽车头部品牌	4.6
2022年5月10日	空气悬架系统储气罐	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	1.5
2022年10月24日	空气悬架系统空气供给单元	国内某头部自主品牌主机厂	13
2022年11月15日	空气悬架系统前后双腔空气弹簧	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	23
2023年1月7日	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某合资汽车品牌主机厂	2.4
2023年2月11日	空气悬架系统储气罐	欧洲某高端品牌主机厂	2.3
2022年6月15日	汽车排气热端管	北美某一级供应商	3
2022年4月30日	汽车排气尾管	北美某一级供应商	3
2022年5月10日	汽车排气尾管	北美某一级供应商	1.4
2022年11月18日	刹车磨损传感器	欧洲某知名主机厂	1.4
2021年12月16日	轻量化结构件	某全球化汽车零部件主机厂	1.5
2022年11月23日	行泊一体域控制器、超声波雷达	国内某新能源汽车品牌主机厂	7
2022年2月26日	360高清环视摄像头	国内某自主品牌主机厂	1.46
2023年4月6日	环视系统、智能座舱DMS	国内某新能源自主品牌主机厂	1.57

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**公司生产销售及研发遍及全球。**公司总部位于上海市松江区，集研发、生产、销售于一体，同时在国内拥有上海浦东园区（研发及生产）、安徽宁国园区（研发及生产）、安徽合肥（研发及生产）、湖北武汉园区（研发及销售）。在国外拥有集研发、生产、销售于一体的美国 DILL、德国保富、奥地利 MMS 及贝恩多夫工厂，以及集研发与生产为一体的匈牙利 PEX，以及德国 TEXONA 研发园区，与北美保富电子、德国威乐、德国 PEX、波兰隆威销售分支与日本东京子公司。

图 5、公司各园区及分子公司全球布局图谱



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

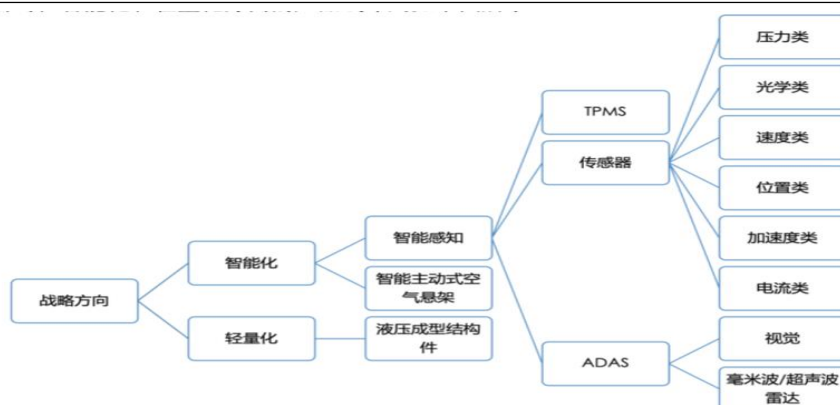
## 1.2、传统业务稳健发展，新型业务即将进入放量周期

**传统业务（TPMS、气门嘴、金属管件）支撑了公司过去收入增长，当前公司新业务经过培育即将进入放量期。**公司致力于汽车智能化和轻量化产品的研发、制造和销售，传统产品有汽车轮胎压力监测系统（TPMS）、汽车金属管件（排气系统管件和 EGR 管件）、气门嘴以及平衡块等。同时公司积极布局轻量化及智能化等新领域，产品包括轻量化底盘及车身结构件、车用传感器（压力、光雨量、速度、位置、加速度和电流类）、ADAS（360 环视系统、双目前视系统、驾驶者监测系统）等车载视觉产品、车载毫米波雷达等）、主动空气悬架等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

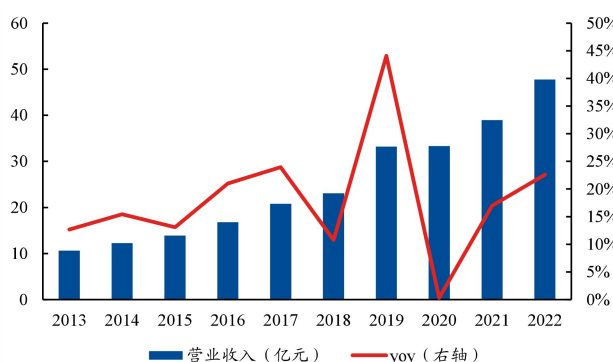
公司 2013-2019 年收入主要由 TPMS、气门嘴及汽车金属管件等传统业务放量支撑，年收入复合增速 20.92%，其中 2019 年公司收入增速大幅提升主要依靠 2019 年保富电子并表后带来的 TPMS 业务增长以及新业务（传感器、ADAS、汽车结构件、空簧）的增长。目前，公司传统业务（TPMS、气门嘴、金属管件）已进入平稳增长期，新业务（传感器、ADAS、汽车结构件、空簧）开始进入放量周期，预计会成为公司未来营收及利润增长的主要驱动力。

图 6、公司产品布局涵盖智能化及轻量化多个领域



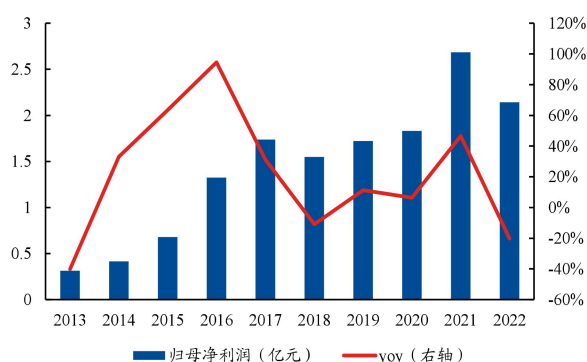
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司历年营业收入及增速（单位：亿元）



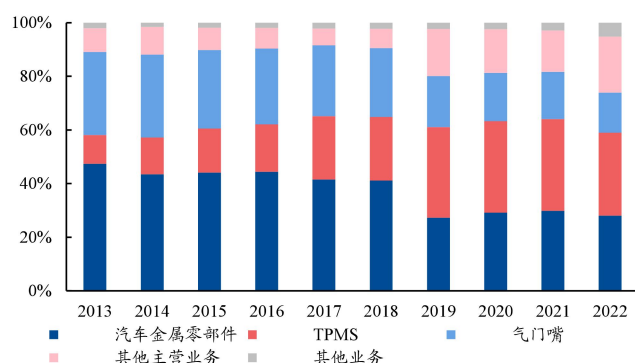
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司历年归母净利润及增速（单位：亿元）



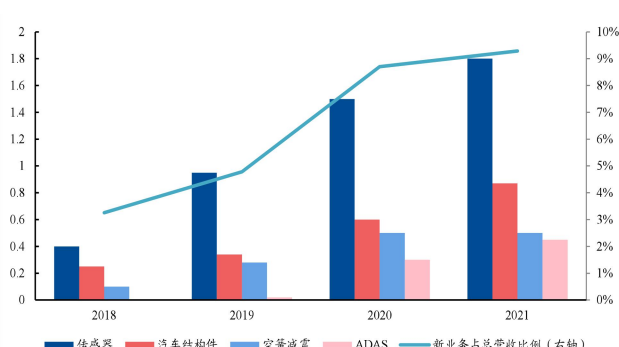
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司历年各业务营收占比



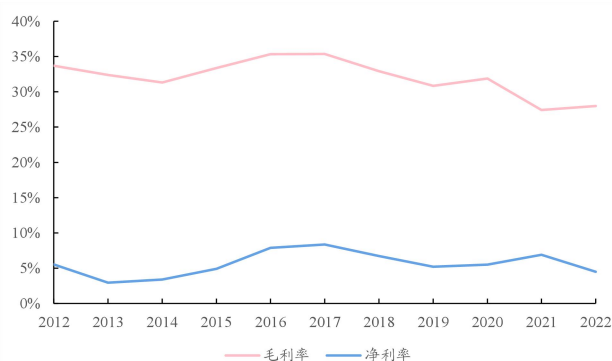
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司新产品历年营收情况（单位：亿元）



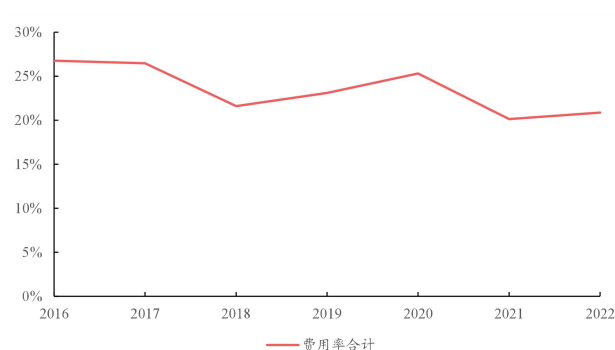
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司历年毛利率与净利率



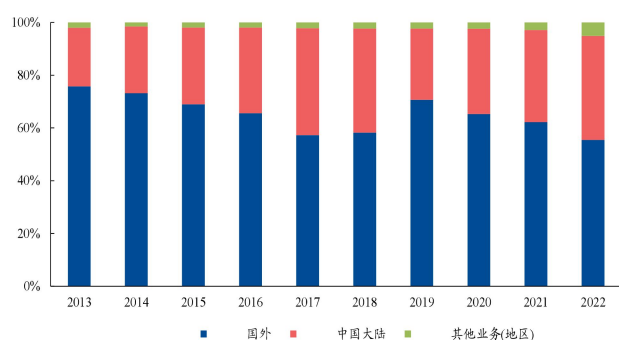
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司历年费用率



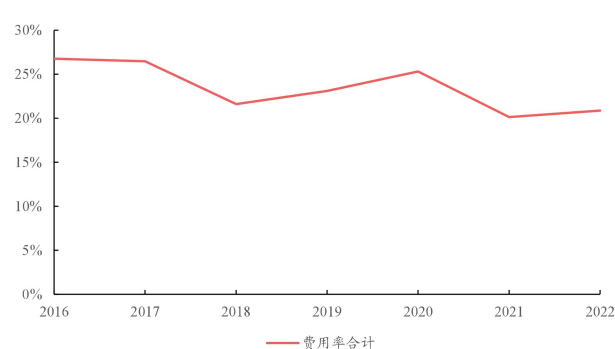
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公司历年海外与国内业务占比情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司历年 ROE



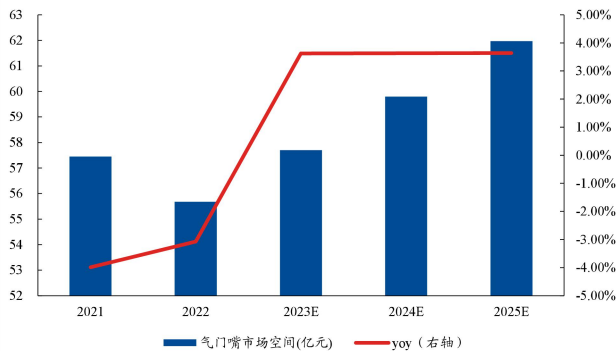
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、传统业务：TPMS、气门嘴、金属管件未来预计稳健增长

TPMS、气门嘴及排气管件业务进入稳定期，预计后续将平稳增长，轻量化业务有望成为公司传统业务的新增长点。公司传统业务主要包括气门嘴、TPMS 以及排气系统管件等。其中 TPMS 及气门嘴市场已经进入稳健增长期，其前装渗透率已接近 100%，后续增长主要来源于每年汽车产量的增长以及后装市场的提升，预计公司相关业务亦保持平稳增长态势。公司轻量化产品为液压成型车身/底盘轻量化结构件等，目前已进入定点持续斩获期，有望为公司贡献新的增量。

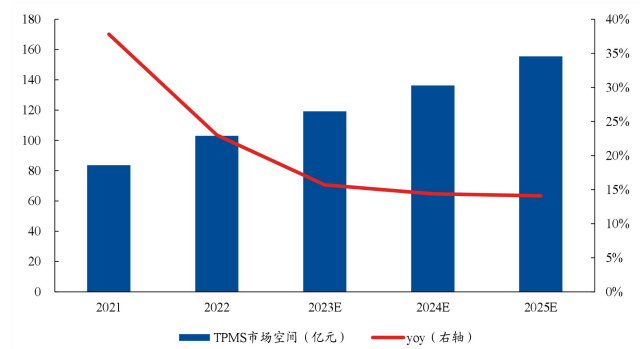


图 15、全球气门嘴市场空间测算（亿元）



资料来源：OCIA，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、全球 TPMS 市场空间测算（亿元）

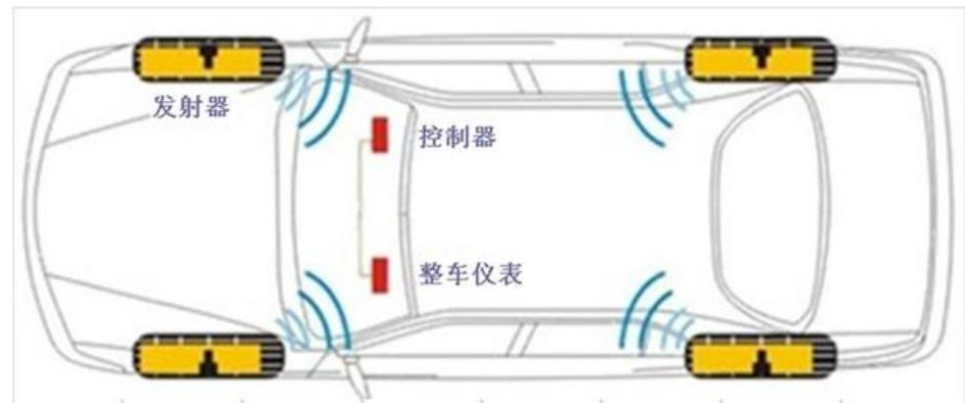


资料来源：OCIA，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.1、TPMS 与气门嘴：增速趋于稳定，构筑公司基盘

**TPMS 实时监测轮胎数据，为行车安全保驾护航。** TPMS（胎压监测系统）是无线轮胎压力温度监测系统，通过安装在轮胎内的传感器来监测轮胎内部压力和温度，并采用无线射频的方式，把传感器采集到的压力和温度数据信息发送到 TPMS 信号接收器，数据经过处理后与预设阈值比较，当轮胎压力出现异常时以点亮报警灯、显示报警胎压、文字提示和声音提示提醒车主轮胎当前异常状态。TPMS 产品由**发射器**（通过气门嘴固定在轮胎内）、**控制器**（含天线）、**显示界面器**（通常集成在整车仪表中）三部分构成，其在整车位置如下图所示：

图 17、TPMS 系统

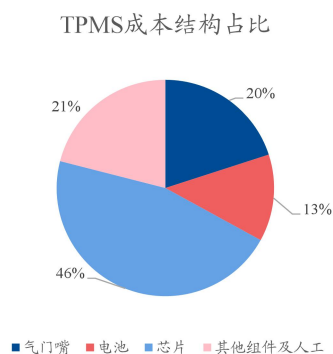


资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**前装市场出货量趋于稳定，后装市场及海外消费复苏增长有望带动行业向上。** 前装渗透率已经接近 100%，提升空间有限。预计前装市场出货量后续增长主要随着每年汽车销量的波动而波动，整体处于平稳态势。后装渗透率仍处于上升阶段，预计后装市场出货量后续增长主要受到汽车保有量的提升以及后装渗透率的提升

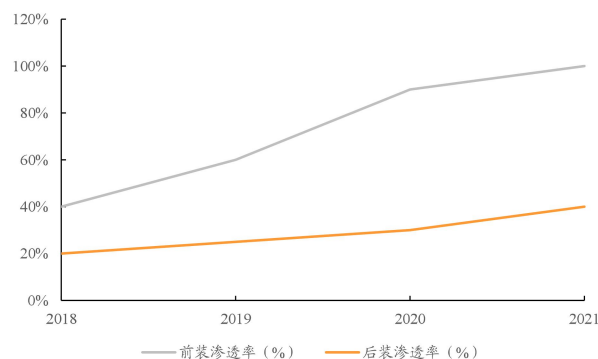
双重驱动。伴随海外消费复苏，预计整个行业仍有望维持稳健增长。

图 18、TPMS 成本占比



资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

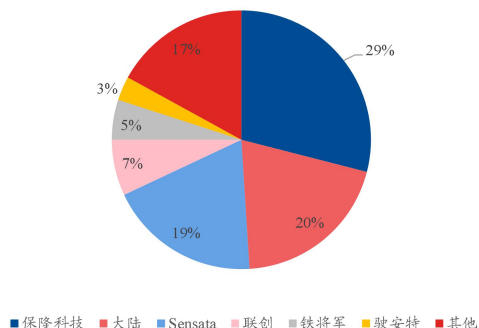
图 19、国内前装及后装 TPMS 渗透率



资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

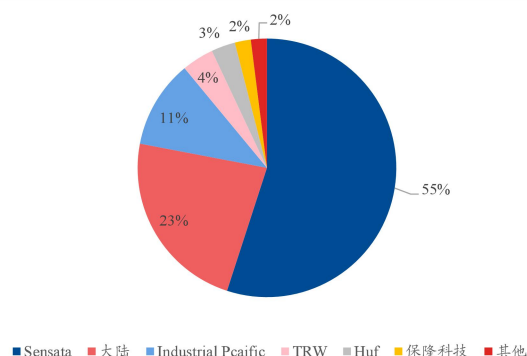
公司是 TPMS 领域龙头企业，在技术、市场等方面优势明显。从技术层面看，公司于 2002 年开始研发 TPMS，至今已有 20 余载历史。公司的路面感知 TPMS 产品不但可以通过蓝牙通信技术，在提高传输数据量的同时，还可以实现传感器软件 OTA，通过对车辆的数据分析，不断优化监测算法，提高系统的可靠性。从市场层面看，公司在 2018 年 TPMS 国内市占率已稳居首位，在全球范围也属第一梯队。

图 20、2018 年 TPMS 国内市占率



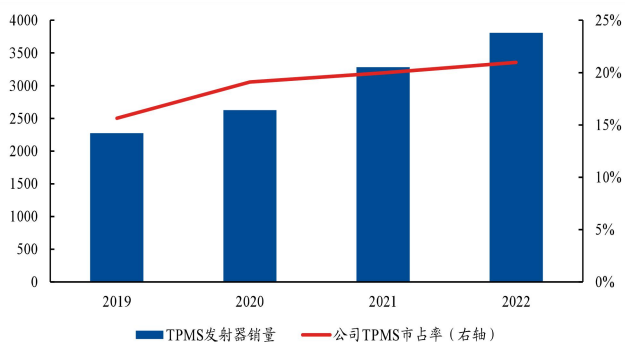
资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2018 年 TPMS 全球市占率



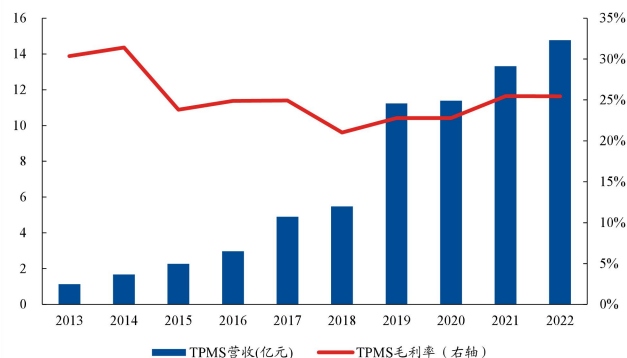
资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、TPMS 发射器销量（万支）及全球市占率预测



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、历年 TPMS 业务营收（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**深化全球布局，强强联合携手德国霍富集团成立保富电子。**2019年1月，保隆科技与德国霍富集团整合各自 TPMS 业务设立的合资公司 BH SENS(简称“保富电子”)正式在中国、德国、美国三地投入运营，整合双方在 TPMS 细分市场的丰富经验与优势能力，提供更多适用于乘用车、商用车和工程车的多种 TPMS 解决方案。合资后的保富电子整合中德双方的技术与客户资源，深化全球布局，客户涵盖主流的外资、国内自主以及新势力品牌。

**整合后公司 TPMS 业务增量明显，盈利有望跟随海外消费恢复及国内外客户突破而上行。**2019年保富电子海外电子业务并表之后，公司 TPMS 发射器销量从2018年的720.9万只大幅增长至2019年的2274.65万只，同时 TPMS 业务收入也从2018年的5.48亿元提升到2019年的11.24亿元。同时，业务整合后，规模效应增强，上游议价能力以及对固定成本的摊薄能力均增强，可大幅度降低成本。2018年整合前公司 TPMS 业务毛利率为21.03%，2019年整合后公司 TPMS 业务毛利率提升至22.79%。我们认为，整合后的 TPMS 业务增量及盈利能力提升明显，后续有望发挥中德双方的资源，在保持保富中国持续客户突破及渗透率提升的同时加大整合力度，随着海外消费情况恢复持续斩获海外定点提升盈利能力。

图 24、保富电子乘用车客户

Audi 奥迪	Bentley 宾利	BMW 宝马	BUGATTI 布加迪	BYD 比亚迪	CHANGAN 长安	Chery 奇瑞
CHJ 车和家	DEARCC 电咖	Dongfeng 东风	Faw Car 一汽	Ferrari 法拉利	Geely 吉利	GM 通用
Great Wall 长城	Isuzu 五十铃	JMC 江铃	Koenigsegg 科尼塞克	Lamborghini 兰博基尼	Mahindra 马恒达	MASERATI 玛莎拉蒂
Mercedes-Benz 梅赛德斯-奔驰	MINI 迷你	Nissan 日产	Opel 欧宝	Pagani 帕加尼	PORSCHE 保时捷	QIANTU 前途
RENAULT 雷诺	Rolls-Royce 罗尔斯 罗伊斯	SAIC 上汽	SGM 上海通用	SGMW 上汽通用 五菱	Shaanxi Automobile 陕汽	SKODA 斯柯达
SSANGYONG 双龙	Trumpchi 广汽传祺	Volkswagen 大众	Weltmeister 威马	Xiaopeng 小鹏		

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、保富电子商用车客户

BYD 比亚迪	C&C 联合卡车	Dongfeng 东风	EvoBus 艾瓦客车	HIGER 海格	JMC Ford Truck 江铃福特	King Long 金龙
Liuqi 柳汽	PREVOST 佩登	Shaanxi Automobile 陕汽	SUN LONG 申龙	SUNWIN 申沃	Zhonghua 中华	

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

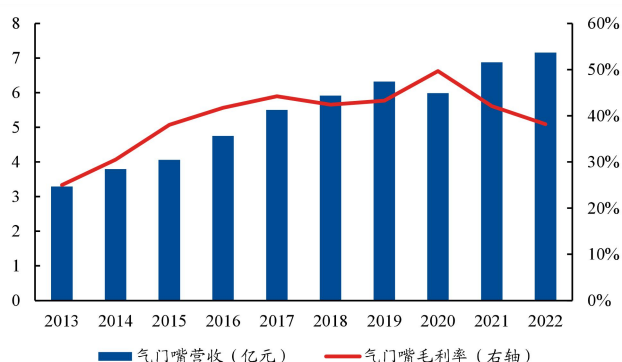
**气门嘴前装及后装市场需求稳步增长。**气门嘴主要用于轮胎充放气、并维持轮胎充气后的密封，是汽车工业不可或缺的安全部件。气门嘴分为传统气门嘴和 TPMS 气门嘴。TPMS 发射器一般由 TPMS 传感器和 TPMS 气门嘴两部分组成，TPMS 气门嘴起到支撑 TPMS 传感器的作用，同时还具备常规气门嘴的密封和充放气作用，属于新兴产品，市场竞争者较少。气门嘴市场需求主要分为 OEM 市场和 AM 市场，汽车产量决定 OEM 市场需求量，汽车保有量决定 AM 市场需求量。气门嘴是汽车车轮模块的重要安全件，汽车年检、更换轮胎时一般会更换气门嘴。在全球汽车工业将趋于稳定、缓慢增长的背景下，未来全球气门嘴的需求量将保持稳定增长局面，同时随着近几年 TPMS 业务的广泛应用，TPMS 气门嘴逐渐在乘用车上启用，推动气门嘴产品市场空间稳步增长。

**公司为气门嘴领域龙头企业，产品涵盖金属气门嘴、橡胶气门嘴以及 TPMS 气门嘴，毛利率稳定在 40%以上。**公司于 1998 年开始研发气门嘴，至今已经 25 载历史。目前已经稳定供应比亚迪等众多车企。近年来公司气门嘴业务整体呈现上升

态势且毛利率稳定在 40% 以上。2020 年出现短期下滑系公共卫生问题影响导致的下游需求减少。随着公共卫生扰动因素的结束以及下游客户持续拓展，预计公司气门嘴业务将恢复向上。

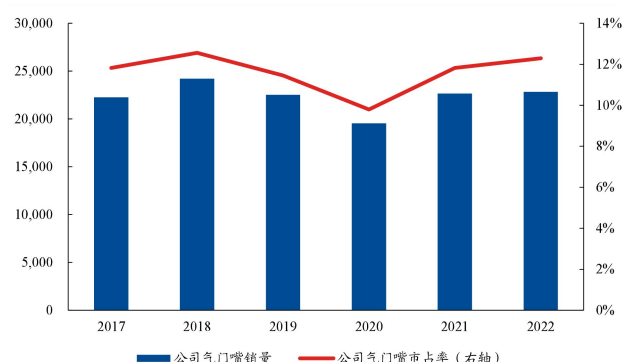
公司气门嘴市占率近年来整体呈平稳趋势，后续有望随 TPMS 气门嘴海外出口提升维持整体稳健增长态势。我们根据公司历年气门嘴销量、全球乘用车保有量及产量情况对公司气门嘴市占率进行测算。公司气门嘴 2022 年全球市占率约为 12.30%，近年来整体维持平稳。后续有望随着 TPMS 气门嘴的出口提升维持整体稳健增长态势。

图 26、气门嘴业务历年营收（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、公司历年气门嘴业务销量及市占率测算（单位：万件）



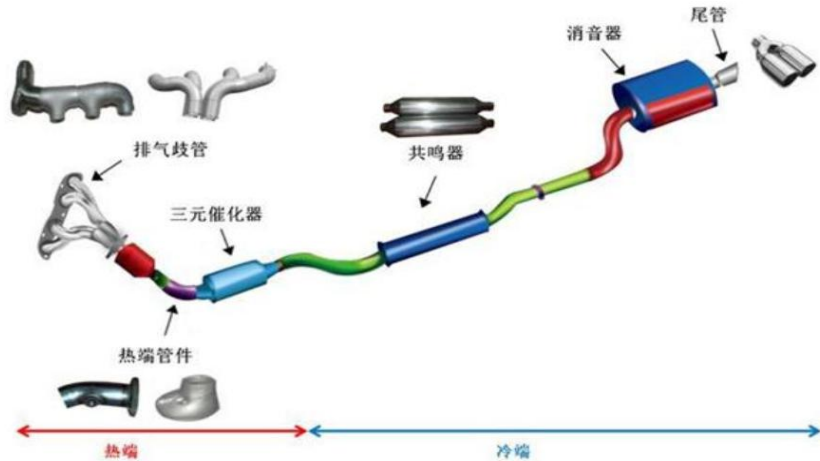
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、金属管件：基盘稳健，盈利能力有望稳中有升

排气系统尾管及热端管市场主要集中在汽车前装市场，目前已成为标准配置。汽车排气系统是汽车重要的模块，其主要功能为净化汽车发动机排出的尾气、降低发动机发出的声音，同时由于排气系统尾部悬挂在外，要求排气系统具有一定的美观功能。汽车排气系统主要由 7 部分组成，按与发动机距离由近至远的顺序依次为排气歧管、热端连接管、挠性管、三元催化器、共鸣器、消音器及尾管。汽车排气系统是耐用的汽车零部件，乘用车尾管装车率跟整车品质、整车市场成熟度正相关，整车品质越高，乘用车装车率越高，整车市场越成熟，装车率越高。随着人们对汽车外观的要求越来越高，尾管已逐渐成为整车制造商的标准配置，乘用车的尾管装车率越来越高。热端管系连接排气歧管和三元催化器的连接管件，依照排气系统的设计以及底盘悬挂的避让，每套汽车排气系统一般有 1-3 支热端管。

排气系统尾管及热端管市场空间可能随着电动车渗透率提升下降。排气系统尾管及热端管部件在配备发动机的燃油车、混动车以及增程式车中目前已成为标准配置，在纯电动车中无需配备。预计排气系统尾管及热端管市场空间可能随电动车渗透率提升而下降。

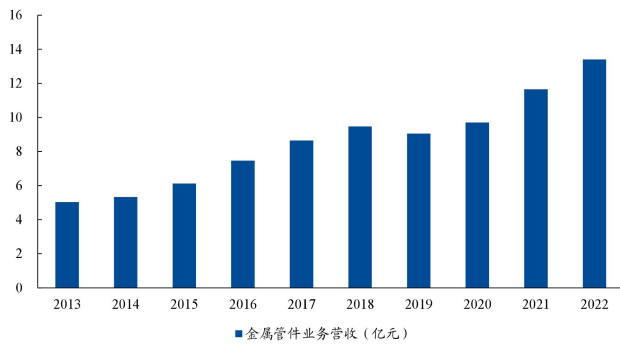
图 28、公司金属管件使用位置



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

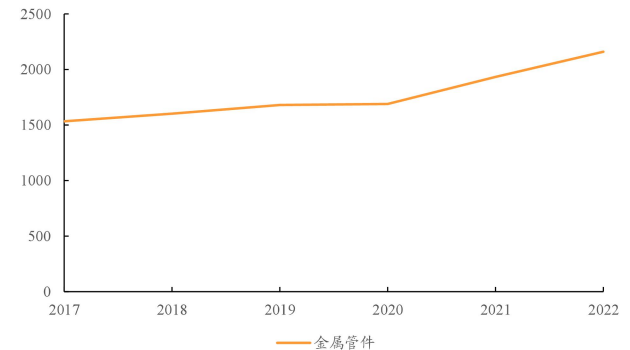
**精细化管理叠加下游客户持续拓展，公司金属管件业务有望持续向上。**公司金属管件产品主要包括排气管件系统、EGR 管、车顶架及金属支架等。其中排气管件系统又包括排气类装饰尾管、后保类装饰尾管以及热端管等。近年来，公司金属管件业务亦稳步增长，已成为比亚迪等主流车企的核心供应商，同时下游客户仍在不断拓展。同时，公司实行精益化生产精细管理，降本增效，提升金属管件业务盈利水平。预计公司金属管件业务有望跟随下游客户拓展以及存量客户中渗透率的提升维持平稳增长。

图 29、汽车金属部件业务历年营收（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、金属管件销量（万件）



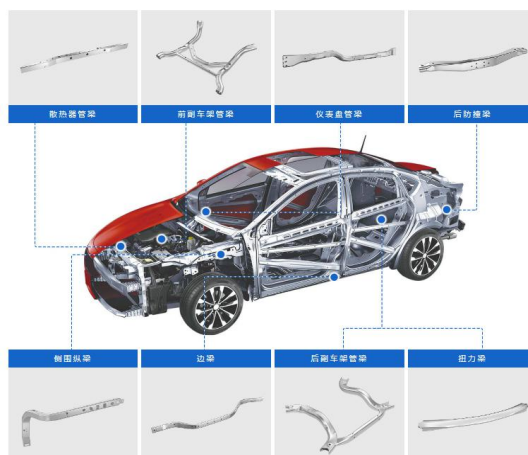
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、轻量化：传统业务中的增量，未来有望放量向上

**公司轻量化产品客户涵盖头部自主、新势力及豪华车品牌，目前已量产，后续有望持续放量。**汽车轻量化为未来发展趋势，通过优化产品结构、设备和工艺的不断创新，既保证强度和安全性能，又实现减重 20-30%，提高动力性，减少燃料消耗，降低排气污染，实现节能减排。保隆科技于 2004 年开始运用液压成型技术制造汽车结构件，近年来将轻量化作为企业战略发展方向之一，从 2010 年开始涉足液压成形车身管件研制，在安徽合肥、安徽宁国建设有多条液压成形产线。2018

年与德国汽车液压成型专家沙士基达成立合资公司，开拓轻量化产品全球性的销售、研发和制造，产品为液压成型车身/底盘轻量化结构件等。已成为国内液压成型管件细分市场的主流配套企业，为国内领先的底盘供应商汇众、浦项奥斯特姆等厂家配套后桥管梁，为长城、东风柳汽、比亚迪等自主品牌车厂配套前、后副车架管梁，定点客户涵盖头部自主品牌汽车、汽车头部新势力品牌以及国际豪华车品牌。

图 31、公司轻量化产品布局



资料来源：保隆科技官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、新业务：空悬和传感器进入放量周期，ADAS 逐步减亏

**空悬放量在即，传感器有望持续向上，ADAS 盈利能力有望改善。**基于传统底盘业务，公司前瞻布局空悬、传感器以及 ADAS 三大新业务板块。目前，空悬业务已经进入定点密集斩获期，收入放量拐点在即。传感器业务已经初具规模，后续有望持续处于向上。ADAS 业务处于产品客户持续拓展的过程中，盈利有望随着下游出货量的提升持续得到改善。

#### 3.1、市场空间：智能化+高端化，公司新业务市场空间广阔

##### (1) 空气悬挂：国产化降本+配置提升需求，渗透率预计快速提升

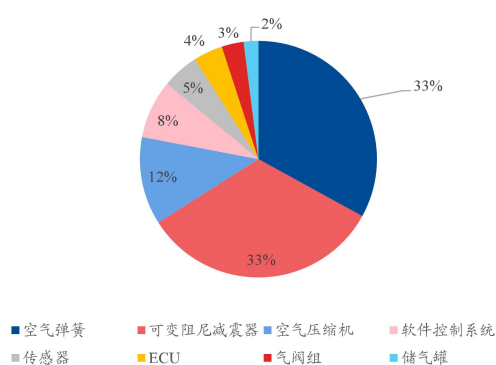
**空气悬挂可实现车辆底盘的升高或降低进而增强驾乘体验。**一般的普通悬架由弹簧和减震器组成，而空气悬架用减震器代替了一般悬架的扭簧，并增加了一套电控系统和气泵。因为空气悬架的减震性能更好，车辆的操纵舒适性也更强，因此空气悬架的舒适程度比普通悬架强。空气悬挂系统可根据路况的不同以及距离传感器的信号，行车电脑会判断出车身高度变化，再控制空气压缩机和排气阀门，使弹簧自动压缩或伸长，从而降低或升高底盘离地间隙，以增加高速车身稳定性或复杂路况的通过性。

**空气悬架整体渗透率较低，电动智能化大趋势下未来市场空间弹性较大。**空气悬

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

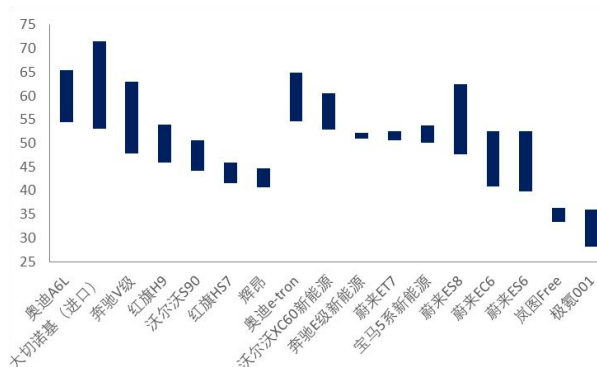
架系统中，空气弹簧、可变阻尼减振器、空气压缩机三种部件价值量最高，成本占比合计超过3/4。此外，储气罐、ECU等部件技术含量和壁垒较高，也是悬架系统国产替代的关键。因为配置空悬对车企成本的增加较为刚性，因此目前整体渗透率较低。就乘用车领域看，空悬最初配置于奥迪Q8、宝马7系等70万元以上价格带的车型之上。近年来随着蔚小理等新势力大规模搭载空悬系统，配置车型的整体价格已经下探到领克09等部分30万元左右的车型。预计随着国产替代以及规模化放量空悬成本逐渐下降以及需求端的促进，空悬渗透率及市场空间有望大幅提升。

图 32、空气悬架系统成本构成



资料来源：盖世汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、空气悬架车型价格带（单位：万元）



资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、部分配备空悬车辆情况整理

品牌	车型	售价 (万元)	品牌	车型	售价 (万元)
奥迪	奥迪Q7	63.28 - 80.48	特斯拉	Model S	78.99 - 100.99
	奥迪Q8	78.28 - 114.68		Model X	87.99 - 103.99
	奥迪A6L	42.79 - 65.68	EC6	39.60 - 55.40	
	奥迪A8L	82.98 - 197.18	EC7	48.80 - 57.80	
宝马	宝马6系GT	58.89 - 69.99	蔚来	ES6	38.60 - 55.40
	宝马X5	61.20 - 78.90		ES7	46.80 - 54.80
	宝马X6	78.69 - 96.69		ES8	49.60 - 65.60
	宝马X7	100.00 - 172.90		ET7	45.80 - 53.60
奔驰	宝马7系	82.80 - 261.20	理想	L7	31.98 - 37.98
	宝马i7	94.90 - 145.90		L8	33.98 - 39.98
	宝马iX	74.69 - 99.69		L9	45.98起
	奔驰S级	94.72 - 184.53	大众	辉昂	34.30 - 44.90
保时捷	奔驰GLE	69.98 - 87.06	领克	领克09	26.59 - 32.09
	Macan	57.30 - 85.80	岚图	梦想家	36.99 - 63.99
	Cayenne	91.30 - 244.80	林肯	飞行家	51.38 - 76.38
	Taycan	89.80 - 183.80	小鹏	G9	30.99 - 46.99
	Paramera	99.80 - 247.60	吉利	极氪009	49.90 - 58.80

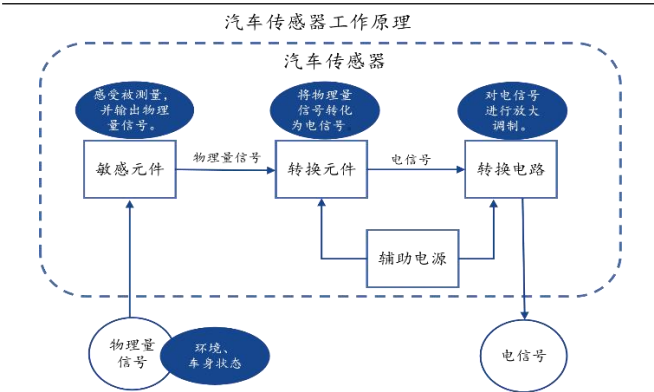
资料来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 传感器：电动智能化驱动传感器数量、品类、价值量提升

**汽车传感器是提升驾乘体验规避安全隐患核心部件，市场空间广阔。**汽车传感器是汽车计算机系统的输入装置，将汽车运行中各种工况信息（如车速、各种介质的温度、发动机运转工况等）转化成电信号输给计算机，实时监测车辆运行工况，发现潜在危险。汽车上常用的传感器类型包括轮速传感器、曲轴/凸轮轴位置传感器、温度传感器、压力传感器、爆震传感器等。每种传感器各司其职，共同使车辆处于最佳工作状态，增强驾乘体验。一辆中端汽车装配传感器超过 90 个，其中在动力总成系统中，装 45-60 个，车身系统中装配超过 20 个，底盘系统中装配 30-40 个。随着人们对产品及体验要求的提升，以及电动化、智能化大趋势，电流传感器、感知传感器等一些列传感器单车用量有望持续提升。

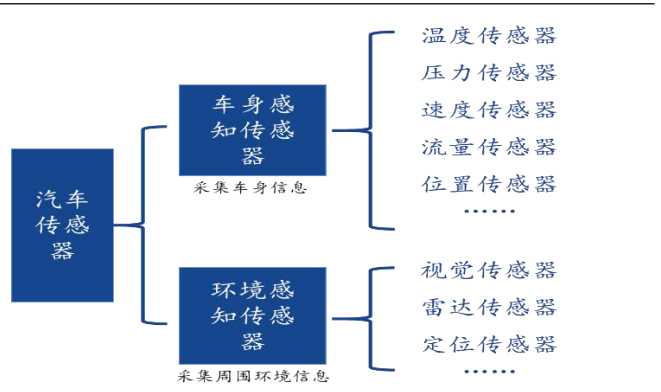
**技术驱动，电动化及智能化浪潮有望提振传感器单车用量及市场空间。**电动化浪潮下，一些发动机、变速箱或者与排放相关的一些传感器用量将减少，但是因为新增了电池系统、电机电控系统、热管理系统等，需要更多的通过电机来执行的一些部件或者系统，也带动了更多的传感器的应用，包括电流传感器、温度传感器、位置传感器等新的传感器。混合动力汽车用到的传感器品类相对更多，因为既要包含传统燃油相关的传感器，同时也要包含纯电相关的传感器。因此，电动智能化浪潮下，传感器数量及市场空间有望提升。

图 34、汽车传感器工作原理



资料来源：亿渡数据整理，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、汽车传感器分类



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

**政策驱动，汽车传感器单车用量有望持续提升。**近年来，工信部及发改委等多部门发布相关政策，推进传感器在汽车领域的产业实践。汽车传感器单车用量有望持续提升。



表 3、汽车传感器部分政策整理

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容解读
2017.04	工信部	《汽车产业中长期发展规划》	重点突破车用传感器工程化，产业化瓶颈
2017.11	工信部	《智能传感器产业三年行动指南(2017-2019年)》	完善新型高端汽车智能传感器布局，推动汽车传感器由感知型向分析型发展演进
2017.12	工信部	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020年)》	加快建设智能传感器等人工智能相关领域的制造业创新中心
2018.09	发改委	《汽车产业投资管理规定(征求意见稿)》	智能汽车领域将重点发展车载传感器等关键零部件
2020.08	国家标准化管理委员会、中央网信办、发改委、科技部、工信部	《国家新一代人工智能标准体系建设指南》	规范高精度传感器、MEMS传感器等
2021.01	工信部	《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023年)》	重点推动车规级传感器等电子元器件应用
2021.03	全国人大	《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景区的通知》	集中优势资源攻关关键元器件零部件核心技术

资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

**(3) ADAS: ADAS 硬件成本随智能驾驶等级提升而提升**

高等级自动驾驶渗透率的提升有望驱动 ADAS 产品装车率及单车价值量提升。汽车智能化升级大势所驱。随着 L2+及 L3 以上自动驾驶渗透率的提升以及人们对汽车驾乘体验要求的不断提高，ADAS 产品的装车率以及单车价值量均有望显著提升。

**(4) 市场空间：预计空气悬架、传感器、ADAS 2025 年全球市场空间分别达 552.8/1199.2/2518.2 亿元**

我们测算空气悬架、传感器、ADAS 市场空间 2025 年分别可达 552.8/1199.2/2518.2 亿元。我们对空气悬架、传感器、ADAS 产品以及保隆对应产品的全球市场空间做了测算。空气悬架、传感器、以及 ADAS 产品在 2025/2030 年市场空间分别有望达 552.8/1500.8 亿元、1199.2/1994.1 亿元、2518.2/7189.6 亿元。

表 4、空悬、传感器及 ADAS 产品市场空间测算

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	23-25CAGR	26-30CAGR
乘用车销量(万辆)	5748.5	5921.0	6098.6	6281.6	6470.0	6664.1	6864.1	7070.0	7282.1		
L2硬件渗透率	25%	30%	35%	40%	35%	33%	30%	25%	15%		
L3硬件渗透率	5%	15%	25%	35%	45%	50%	53%	50%	50%		
L4硬件渗透率	0%	0%	1%	3%	5%	10%	15%	23%	33%		
L2传感器单车价值量(元)	2000.0	1940.0	1881.8	1825.3	1770.6	1717.5	1665.9	1616.0	1567.5		
L3传感器单车价值量(元)	3500.0	3325.0	3158.8	3000.8	2910.8	2823.5	2738.8	2656.6	2576.9		
L4传感器单车价值量(元)	5000.0	4750.0	4512.5	4286.9	4158.3	4033.5	3912.5	3795.1	3681.3		
传感器市场空间(亿元)	388.0	639.9	910.8	1199.2	1383.0	1587.3	1742.2	1841.9	1994.1	46%	11%
保隆科技传感器单车价值量(元)	800	776.0	752.7	730.1	708.2	687.0	666.4	646.4	627.0		
保隆科技传感器市场空间(亿元)	138.0	206.8	280.0	357.7	389.5	425.8	448.3	447.9	447.5	37%	5%
空气悬架渗透率	3.5%	6.0%	8.0%	11.0%	14.0%	17.0%	20.0%	25.0%	30.0%		
空气悬架单车价值量(元)	8000	8000.0	8000.0	8000.0	7760.0	7527.2	7301.4	7082.3	6869.9		
空气悬架市场空间(亿元)	161.0	284.2	390.3	552.8	702.9	852.8	1002.3	1251.8	1500.8	51%	22%
保隆空簧产品单车价值量(元)	3800.0	3800.0	3800.0	3800.0	3686.0	3575.4	3468.2	3364.1	3263.2		
保隆空簧产品市场空间(亿元)	76.5	135.0	185.4	262.6	333.9	405.1	476.1	594.6	712.9	51%	22%
L2级别ADAS单车价值量(元)	1000.0	970.0	940.9	912.7	885.3	858.7	833.0	808.0	783.7		
L3级别ADAS单车价值量(元)	10000.0	9500.0	9025.0	8573.8	8316.5	8067.0	7825.0	7590.3	7362.6		
L4级别ADAS单车价值量(元)	25000.0	23750.0	22562.5	21434.4	20791.3	20167.6	19562.6	18975.7	18406.4		
ADAS产品市场空间(亿元)	431.1	1016.0	1714.4	2518.2	3294.4	4220.8	5032.4	5911.6	7189.6	80%	23%
保隆ADAS产品单车价值量(元)	2500.0	2625.0	2756.3	2894.1	3038.8	3190.7	3350.2	3517.8	3693.6		
保隆ADAS产品市场空间(亿元)	431.1	699.4	1025.4	1418.0	1671.2	1977.5	2253.6	2437.3	2635.9	49%	13%

资料来源：OCIA，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：其中保隆相关产品价值量按当前保隆产品布局价值量预估，后续公司可能进一步拓展。

### 3.2、公司空悬：技术+产品+客户三重优势，即将迎来放量拐点

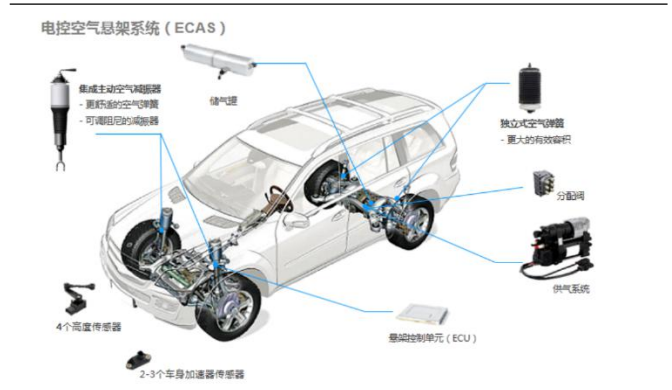
公司技术产品优势明显，可提供一体化空气悬架系统解决方案，降低外采成本。保隆科技做汽车橡胶金属部件单元的卡扣气门嘴起家，不仅积累了丰富的橡胶生产经验，还掌握了 EPDM 橡胶配方等核心技术能力。基于此，为进入同样需要装配橡胶部件的汽车空气弹簧市场奠定了良好基础。保隆科技于 2012 年启动空气弹簧产品的研制，2016 年启动空气弹簧减振器产品线的研发，随着市场对于智能化产品的需求加大，以及保隆科技拥有近 18 年的汽车电子产品开发和制造经验加持，积累了传感器和控制器的研发能力。其软硬件开发能力，可以移植到空气悬架的控制器开发中。通过整合公司不同业务单元的研发资源，协同发展，2018 年开始组建研发团队，进行 ECAS 主动悬架系统集成的攻关开发。公司以空气弹簧供给能力为基石，目前已突破国外技术壁垒，自主研发出空气弹簧减振器总成、储气罐、高度传感器、车身加速度传感器、悬架控制单元（ECU）等系列产品，涵盖空气悬架系统感知、决策、执行三部分的主要总成零件，可提供一体式空气悬架系统解决方案。同时，公司空悬系统核心零部件大部分均已实现制造，可大大降低外采成本，使得整体盈利水平维持高位。

图 36、公司空气悬架系列产品



资料来源：保隆科技官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、公司电控空气悬架系统



资料来源：保隆科技公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

空悬产品进入密集订单斩获期，即将迎来大规模量产拐点。2021 年之前公司空悬产品以商用车空气弹簧为主，到了 2022 年，公司乘用车空悬产品开始占据主导并进入密集订单斩获期，整体定点数量及金额同比 2021 年有大幅度提升，2022 年全年空悬产品营收达 2.55 亿元。目前公司在空悬控制器、空气供给单元、悬架高度传感器、加速度传感器、前向预瞄系统（魔毯）系列产品研发成功并获得定点。截至 2023 年 4 月，公司空气悬架系统相关产品已获 20 余个主机厂项目，在手订单全生命周期总金额超 100 亿元。公司有望凭借 TPMS 及气门嘴等传统产品中积累的良好客户基础，实现空悬产品客户的持续拓展。同时，公司也在加速空悬产能布局，预计 2023 年可实现 50 万台车的配套目标，按照公司最新规划，未来 3-5 年将建设 10-15 条线，每年为 100 万台车以上配套。

表 5、公司空悬系列产品近期定点获取情况

公告时间	产品	主机厂	生命周期总金额 (亿元)	量产时间
2021年10月12日	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	1.72	2023年3月
2021年12月18日	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某新能源汽车头部品牌	4.6	2022年10月
2022年5月10日	空气悬架系统储气罐	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	1.5	2023年上半年
2022年7月18日	空气弹簧减振器	某自主品牌整车企业	9	2024年1月
2022年8月2日	空气悬架储气罐	国内自主品牌主机厂	0.75	2023年12月
2022年8月6日	空气弹簧减振器、空气悬架储气罐	某头部主机厂	6	/
2022年10月24日	空气悬架系统空气供给单元	国内某头部自主品牌主机厂	13	2024年初
2022年11月15日	空气悬架系统前后双腔空气弹簧	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	23	2023年10月
2023年1月7日	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某合资汽车品牌主机厂	2.4	2025年上半年
2023年2月11日	空气悬架系统储气罐	欧洲某高端品牌主机厂	2.3	2025年上半年
2023年4月6日	空气悬架储气罐	国内头部自主品牌主机厂	0.63	2024年

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**全面布局抓住空悬发展黄金期，实现主要零部件自研。**目前国内主流空悬供应商有保隆科技、中鼎股份、拓普集团以及天润工业等，可实现量产的企业较少。公司是少有的同时在乘用车及商用车空悬系统均有布局，同时已经实现空气悬架系统感知、决策、执行全层面全矩阵的产品开发和定点获取，可提供空悬一体化解决方案的供应商。

表 6、国内空悬供应商相关情况

公司	现状
保隆科技	已经实现空气悬架系统感知、决策、执行全层面全矩阵的产品开发和定点获取，目前在手订单金额超100亿，产能可实现50万台车配套目标
天润工业	目前量产的主要是卡车底盘空气悬架、半挂车空气悬架、橡胶悬架等悬架产品，乘用车空悬目前仍在研发中
中鼎股份	已取得国内多家造车新势力及传统自主品牌龙头企业订单，21年底首个项目（蔚来 ET7）量产
拓普集团	具备整套系统开发、零件与总成制造的能力，宁波工厂可实现年产量200万只空气悬架，满足每年50万辆车的配套

资料来源：汽配说，兴业证券经济与金融研究院整理

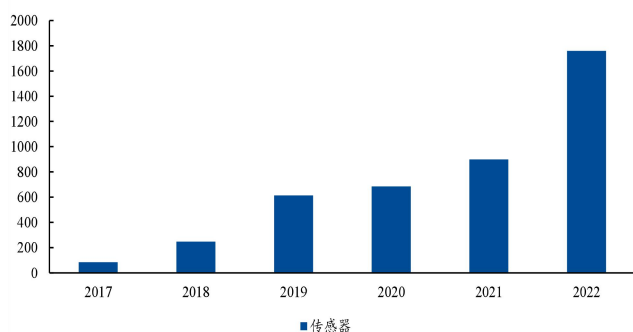
### 3.3、保隆传感器：抓住国产替代机遇，逐步进入放量周期

**20余载传感器研发经验加持，同时并购优质传感器公司，助力传感器业务飞速发展。**公司于2002年开始研制胎压监测传感器，技术经验丰富，为公司进入汽车传感器领域奠定了良好的基础。2009年，公司成立汽车传感器业务平台，研发压力、光学等车规级传感器，先后掌握了压力感应（MEMS、陶瓷电容）、光学、磁学、芯片封装、传感器标定等核心技术，并持续向模块化、集成化的产品研制技术迈

进。随着行业快速发展，公司并购德国 PEX 及上海龙感，盈利能力显著提升，并在匈牙利投资建设汽车传感器园区，形成松江、临港、武汉、匈牙利四个研发生产区。通过整合全球研发、生产和市场资源，在技术、成本、服务上获得优势。公司目前有汽车压力传感器、光学类传感器、速度类传感器、位置类传感器、加速度类传感器、电流类传感器等产品序列，覆盖了 40 余种传感器产品，为汽车电池系统、电力驱动系统、悬架系统、空调系统、热管理系统、底盘系统等提供先进的产品技术方案，有效提升系统性能。2023 年 1 月，公司发布了高精度 1000A/1500A 磁通门电流传感器以及另一款新产品电机位置传感器。公司致力于成为一个产品序列完善的汽车传感器供应商，并在轮速、光雨量、电流传感器等部分细分领域建立更为明确的优势。

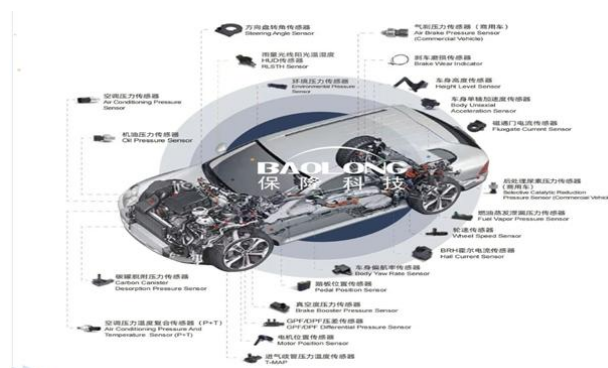
**抓住国产替代机遇，布局电动智能化增量传感器，板块业务进入快车道。**近两年，“芯片荒”在汽车行业蔓延，芯片供应成为全行业的关注的焦点。保隆科技通过与国际芯片大厂建立长期战略合作关系，以及国产化芯片替代开发、投资国内芯片供应商等一系列举措，形成了完善及丰富的全球供应体系，芯片等核心电子元件供应链稳定可靠。公司抓住国产替代机遇，前瞻布局电动智能化浪潮下增量传感器产品，2022 年全年，公司传感器收入约 3.66 亿元，实现传感器出货量 1758.86 万只，同比增长 95.76%。其中，速度位置类传感器更是带动了整体传感器业务的提升，控股子公司龙感的优势产品轮速类传感器，四季度出货量将达到每月 200 万只，方向盘角度传感器的发展势头良好；子公司文襄传感器的光雨量类传感器 2022 年三季度以来出货量快速上升，进入了大部分自主品牌整车企业和新势力龙头企业配套，预计 2023 年将保持高速增长；电流传感器也处于快速上量期，目前公司的主要出货品类 500A 磁通门传感器已导入客户，同时，1000A 和 1500A 磁通门传感器也正在开发中；此外，霍尔类传感器也通过了动力电池客户的验证，后续将逐步实现批量供货。公司的战略目标是通过五年发展，实现年产 1 亿只汽车传感器的产销规模，将部分细分领域产品打造成为国内乃至全球的龙头。

图 38、公司历年传感器销量（单位：万只）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、公司传感器产品序列



资料来源：公司公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、保隆 ADAS：仍在投入培育期，但规模上量有望减亏

产品线丰富，有望构筑新的成长曲线。早在 2013 年，公司便前瞻布局 ADAS 产

品研发。目前公司 ADAS 定点产品包括双目前视系统、360 环视系统、驾驶员监测系统、路面预瞄系统等车载视觉产品，以及行泊一体域控制器、毫米波雷达和超声波雷达等。其中子公司保航科技的 77Ghz 毫米波雷达已获得超过十个项目定点，产品包含前向毫米波雷达，BSD 毫米波雷达和舱内毫米波雷达。自 2022 年 5 月开始进入量产阶段，目前已快速形成规模。目前公司 ADAS 产品在手订单全生命周期总金额超 30 亿元。后续有望随着产品客户持续拓展，下游出货量提升。持续改善板块盈利能力。

表 7、公司 ADAS 系列产品

摄像头		雷达	域控制器	超声波雷达
全景影响-前摄像头	疲劳驾驶摄像头	前向毫米波雷达	L2+ ADAS DCU 行泊车一体域控制	超声波雷达
全景影像-后摄像头	乘员检测摄像头	后向毫米波雷达	L2.9 AD DCU 行泊车一体域控制器	
全景影像-左/右摄像头	人脸识别摄像头	前/后角毫米波雷达		
盲区检测-左/右摄像头	前视高清摄像头	舱内毫米波雷达		
	单目摄像头 (乘用车)	商用车侧向 BSD 毫米波雷达		
	单目摄像头 (商用车)			
	双目摄像头 (乘用车)			
	双目摄像头 (商用车)			

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、公司 ADAS 产品部分定点

公告时间	产品	主机厂	生命周期总金额 (亿元)	量产时间
2022年2月26日	360 高清环视摄像头	国内某自主品牌主机厂	1.46	2023年4月
2022年9月15日	360 环视系统	国内某自主品牌旗下电动车公司	1.7	2023年
2022年9月29日	300 万像素环视摄像系统	国内某自主品牌主机厂	6.45	2023年
2022年11月23日	行泊一体域控制器、超声波雷达	国内某新能源汽车品牌主机厂	7	2023年10月
2023年2月12日	环视摄像头及控制器	/	/	2023年8月
2023年4月6日	环视系统、智能座舱 DMS	国内某新能源自主品牌主机厂	1.57	2023年9月

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**紧跟行业趋势，前瞻布局新产品扩充产品线。**公司于 2021 年底开始布局 4D 毫米波雷达研发，目前处于优化调试阶段，预计今年 8 月份会对外开展客户推广，预计将在 2024 年第一季度初步量产。同时公司在前向预瞄与空悬结合技术（魔毯技术）方面也获得突破并获得多个项目定点，也是国内首家基于双目立体视觉的主动悬架路面预瞄系统项目。车辆安装该系统后，可显著提高行驶的平顺性、舒适

性和安全性。

**持续资源整合，不断丰富自身实力。**为了不断丰富自身技术实力与产品线，公司持续与相关领域内的优质公司合作。公司与领目科技合资成立保领公司，开发视觉产品线的单目摄像头和低速自动驾驶产品线的 APA 自动泊车辅助系统；与大轩公司合作开发 RPA 自动远程泊车系统；与楚航科技合资成立保航公司，开发 77GHz 毫米波雷达；与黑芝麻科技公司合作，实现国产车规级芯片的应用。保隆科技加上所有的合作公司，目前从事保隆 ADAS 项目研发有 600 名以上的工程师，具备了强大的研发能力。

## 四、盈利预测与风险提示

### 4.1、盈利预测与历史估值复盘

**传统业务：TPMS、气门嘴、排气管件等底盘业务稳健，后续有望平稳增长。**TPMS、气门嘴及金属管件业务为公司底盘业务，目前营收占比超 80%。**TPMS 领域：**公司深耕 20 余载，且 2019 年联合德国霍富成立合资公司保富电子，在 TPMS 领域加强全球化布局，2022 年全球市占率预计超 20%，客户涵盖主流的外资、国内自主以及新势力品牌，后续行业方面后装市场渗透率有望进一步提升，公司层面保富中国客户有望持续增长，且整合完毕后供应链全球协同盈利能力有望提升。**气门嘴：**公司起家业务，经营 25 载，当前毛利率稳定 40% 以上，全球市占率稳定在 10% 以上，后续有望随 TPMS 气门嘴海外出口增长而稳定增长。**金属管件：**公司排气系统尾管及热端管市场主要集中在汽车前装市场，公司客户持续拓展且开始逐步布局更具成长性的轻量化底盘件，未来随着排气管新客户放量以及轻量化底盘业务放量继续稳定增长。

**新业务一：空气悬架国产化降本渗透率提升，公司布局早优势突出订单饱满，当前处于放量拐点。**空气悬架得益于国产化降本以及整车内卷配置提升，整体行业渗透率预计快速提升。公司空悬业务具备技术+产品+客户三重优势。在空悬系统主要零部件均已实现自研，可提供一体化空气悬架系统解决方案，降低外采成本。同时依托公司良好客户基础，空悬产品进入密集订单斩获期，目前在手订单金额超过 100 亿元，2023 年随着主要大客户产品量产，公司空悬业务有望大规模放量。

**新业务二：传感器已初具规模，后续有望持续处于向上周期。**公司传感器业务抓住国产提升机遇，与国际芯片大厂建立长期战略合作关系，以及国产化芯片替代开发等措施实现芯片等核心电子元件供应链稳定可靠，还并购德国 PEX 及上海龙感，整合全球研发、生产和市场资源，在技术、成本、服务上获得优势。公司 2022 年实现传感器出货量 1850 万只，同比增长 105.90%，未来有望继续快速放量。

**新业务三：ADAS 产品布局丰富，规模放量后有望成为远期成长新动力。**公司于 2013 年布局 ADAS 业务，产品线涵盖摄像头、毫米波雷达、域控制器、4D 毫米波雷达、魔毯技术等，目前在手订单超过 30 亿元。公司不断与优质公司合作，丰

富自身技术实力与产品线。公司 ADAS 业务正处于快速增长期，产品及客户持续拓展，后续有望随着产品客户持续拓展，下游出货量提升。持续改善板块盈利能力。

**投资建议：公司底盘业务稳健增长，新业务逐步进入放量周期有望驱动公司进入新一轮成长周期！**我们预计公司气门嘴、TPMS、金属管件等业务未来稳健增长，新业务传感器、空悬、ADAS 逐步进入收获期，提供业绩增长弹性。预计公司 2023-2025 年归母净利润预测 4.08 亿元/5.53 亿元/7.57 亿元，维持“增持”评级。

**表 9、公司分业务业绩测算**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
汽车金属管件	1339	1364	1453	1524
汽车金属管件yoy	15.0%	1.8%	6.6%	4.8%
轻量化业务	100.0	150.0	210.0	273.0
金属管件业务毛利率	24.5%	23.8%	25.0%	26.0%
气门嘴及配件	716	758	796	835
气门嘴及配件yoy	4.0%	5.9%	5.0%	5.0%
气门嘴及配件业务毛利率	38.2%	36.7%	38.0%	39.0%
TPMS及配件和工具	1476	1712	2024	2344
TPMS及配件和工具yoy	10.9%	15.9%	18.3%	15.8%
TPMS业务毛利率	25.5%	25.7%	27.0%	28.0%
传感器	366	680	1011	1366
传感器yoy	100.8%	85.9%	48.9%	35.1%
空气悬挂	255	958	1946	2800
空气悬挂yoy	325.0%	275.9%	103.0%	43.9%
其他主营业务	380	410	608	929
ADAS	100	195	371	667
ADAS yoy	100.0%	95.0%	90.0%	80.0%
平衡块	130	147	169	195
汽保设备和工具	150	68	68	68
其他	246	220	280	280
总体毛利率	28.0%	27.0%	28.7%	29.7%
总营收	4778	6101	8118	10079
总营收yoy	22.6%	27.7%	33.1%	24.2%
归母净利润	214	408	553	757
归母净利润yoy	-20.2%	90.4%	35.6%	37.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**估值阶段性分析：**2021 年末至 2022 年年初，公司估值上行且明显高于中枢，主要系空气悬挂突破，未来盈利增速预测上行，估值向上。22 年初到 22 年 4 月，估值回落，行业销售下行，公司业绩低于预期。22 年 5 月到 22 年 7 月，行业贝塔上行，公司估值上行。22 年 8 月-22 年 10 月，行业贝塔下行，公司估值下行。22 年 11 月到 23 年 1 月，行业贝塔复苏，公司估值上行。23 年 2 月至今，公司估值连续下修，且低于最近 2 年中枢。我们认为后续随着公司新业务放量业绩兑现，公司估值有望复苏向上。

图 40、保隆科技历史估值水平（PE-TTM）复盘



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4.2、风险提示

**产能释放不及预期。**按照公司最新规划，未来 3-5 年将建设 10-15 条空悬线，每年为 100 万台车以上配套。若公司产线建设进度不及预期，无法支撑高速增长的增长点，会对公司空悬产品的出货造成影响。

**原材料价格上涨。**原材料价格在公司成本结构中占比超过 40%，因此原材料价格的变动会影响公司短期利润。虽然公司与客户建立了调价机制，但是调价有一定时滞。若原材料价格出现大幅变动，公司短期利润会受到影响。

**汇率出现大幅波动。**公司海外业务收入占比较高，如果美元或欧元出现单边大幅贬值，尽管公司利用衍生金融工具抑平汇率波动影响，仍然可能会有汇兑损失的风险。



## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3820	4197	5064	6093	<b>营业收入</b>	4778	6101	8118	10079
货币资金	858	1722	2485	3485	营业成本	3440	4420	5790	7086
交易性金融资产	0	5	3	3	税金及附加	41	30	41	50
应收票据及应收账款	1213	1026	1055	1072	销售费用	240	269	382	474
预付款项	32	28	29	29	管理费用	329	421	528	605
存货	1530	1244	1310	1325	研发费用	327	458	617	776
其他	187	172	182	180	财务费用	101	63	81	101
<b>非流动资产</b>	2795	2500	2413	2302	其他收益	38	43	30	30
长期股权投资	74	47	52	54	投资收益	-2	39	30	30
固定资产	1385	1227	1069	910	公允价值变动收益	5	20	15	15
在建工程	387	387	387	387	信用减值损失	-2	3	5	5
无形资产	201	231	267	304	资产减值损失	-34	-7	-4	-4
商誉	305	230	242	248	资产处置收益	-1	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	305	537	756	1063
其他	441	376	395	396	营业外收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	6615	6697	7476	8395	营业外支出	2	1	0	0
<b>流动负债</b>	2716	2228	2316	2353	<b>利润总额</b>	303	536	756	1063
短期借款	813	620	657	671	所得税	76	117	174	266
应付票据及应付账款	1256	1010	1058	1075	净利润	227	419	582	798
其他	647	599	601	608	少数股东损益	13	11	30	40
<b>非流动负债</b>	1112	1352	1542	1749	<b>归属母公司净利润</b>	214	408	553	757
长期借款	1045	1238	1451	1655	<b>EPS(元)</b>	1.03	1.95	2.65	3.63
其他	67	113	90	94					
<b>负债合计</b>	3829	3579	3858	4102	<b>主要财务比率</b>				
股本	209	209	209	209	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	1067	1067	1067	1067	<b>成长性</b>				
未分配利润	1141	1468	1916	2517	营业收入增长率	22.6%	27.7%	33.1%	24.2%
少数股东权益	288	299	329	369	营业利润增长率	-19.6%	75.9%	41.0%	40.6%
<b>股东权益合计</b>	2787	3117	3619	4293	归母净利润增长率	-20.2%	90.4%	35.6%	37.0%
<b>负债及权益合计</b>	6615	6697	7476	8395	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	28.0%	27.6%	28.7%	29.7%
					归母净利率	4.5%	6.7%	6.8%	7.5%
					ROE	8.6%	14.5%	16.8%	19.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	57.9%	53.4%	51.6%	48.9%
					流动比率	1.41	1.88	2.19	2.59
					速动比率	0.84	1.33	1.62	2.03
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	81.2%	91.7%	114.6%	127.0%
					应收帐款周转率	459.2%	539.3%	775.8%	938.7%
					存货周转率	258.4%	310.4%	442.6%	524.7%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	1.03	1.95	2.65	3.63
					每股经营现金	0.84	4.13	3.47	4.88
					每股净资产	11.96	13.50	15.75	18.79
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	42.1	22.1	16.3	11.9
					PB	3.6	3.2	2.7	2.3

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	214	408	553	757
折旧和摊销	178	174	175	175
资产减值准备	34	-14	3	1
资产处置损失	-94	0	0	0
公允价值变动损失	-5	-20	-15	-15
财务费用	75	63	81	101
投资损失	2	-39	-30	-30
少数股东损益	13	11	30	40
营运资金的变动	-242	274	-71	-11
<b>经营活动产生现金流</b>	175	863	724	1018
<b>投资活动产生现金流</b>	-803	134	-32	-18
<b>融资活动产生现金流</b>	334	-133	70	-1
现金净变动	-274	864	763	1000
现金的期初余额	1073	858	1722	2485
现金的期末余额	799	1722	2485	3485

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn