

智能座舱新秀崛起，利润迈过底部向上。公司成立于2003年，主营业务为汽车后市场车辆外饰改装相关产品，主要包含车侧、车顶承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品。2012年公司开始布局智能机电系统相关业务，围绕智能座舱先后推出电动踏板、电动尾门、电动侧开门、剪刀门等相关产品，产品具备核心竞争力，伴随着智能座舱渗透率持续提升，公司业绩有望迎来高增长。公司22Q3实现营收4.46亿元，扣非归母净利润0.56亿元，同比增长302.62%，随着上游原材料价格趋稳，公司利润已经迈过底部，开启修复周期。

国内汽车改装需求上行，海外经验叠加前装布局助力公司改装业务二次成长。据SEMA测算，美国汽车后改装市场2022年将达到60.2亿美元，同比+6.5%。海外市场竞争格局分散，公司汽车改装长期聚焦海外市场，22H1海外营收占比53%，公司产品具备较强的核心竞争力，海外营收总体稳定。相较海外成熟改装市场，国内市场伴随着越野车型的放量，改装市场需求进入快速增长阶段，22年1-9月份，汽车改装市场规模约600-800亿元。公司以海外供货经验为基础，同时顺应国内线上渠道趋势，加速布局C端品牌与直营门店，以直接接触终端客户的模式开拓国内市场，公司22H1国内营收占比47%，同比增加+16Pcts。同时，公司于21年11月份收购维杰汽车，以维杰汽车前装客户为基础，发力前装市场，截至22Q3，维杰汽车已成功获得多家新能源客户定点。改装业务海外营收稳定，国内市场发力，助力公司传统业务业绩高弹性。

智能座舱在手订单充裕，定点落地有望开启公司第二成长曲线。据我们测算，电动尾门及侧吸门至2025年市场规模有望达到232.1亿元，22-25年CAGR为34%，市场空间高增长。公司于2012年开始布局智能机电系统业务，现已掌握电动门类产品撑杆、连杆、电机、丝杠、ECU核心零部件关键技术，构筑智能座舱相关产品领域核心技术壁垒。当前，公司电动尾门、侧开门、电动踏板和剪刀门等产品已具备量产能力，凭借产品核心竞争力，公司智能座舱相关产品与华为、埃安和吉利等优质客户建立紧密合作伙伴关系，电动尾门、侧开门（电动限位器）、电动踏板和剪刀门等产品先后获得**比亚迪、广汽埃安、阿维塔等客户36个定点**，客户矩阵已经覆盖新势力、自主、合资、外资品牌。伴随着智能座舱产品定点的持续落地，智能座舱业务有望开启公司第二成长曲线。

投资建议：我们预计公司2022-2024年实现营收17.76/22.49/28.05亿元，实现归母净利润0.80/1.28/2.48亿元，当前市值对应2022-2024年PE为77/48/25倍。公司为汽车后市场改装行业内资龙头，新业务智能座舱电动门类23年放量增长确定，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期；疫情不可控导致海运成本加剧；原材料成本超预期上行导致公司毛利率低预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,636	1,776	2,249	2,805
增长率(%)	10.9	8.5	26.7	24.7
归属母公司股东净利润(百万元)	116	80	128	248
增长率(%)	-39.2	-31.3	60.2	94.6
每股收益(元)	0.27	0.19	0.30	0.59
PE	53	77	48	25
PB	4.1	4.0	3.7	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年2月28日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

14.58元



分析师 邵将

执业证书：S0100521100005

邮箱：shaojiang@mszq.com

研究助理 张永乾

执业证书：S0100121110030

邮箱：zhangyongqian@mszq.com

研究助理 郭雨蒙

执业证书：S0100122070027

邮箱：guoyumeng@mszq.com

目录

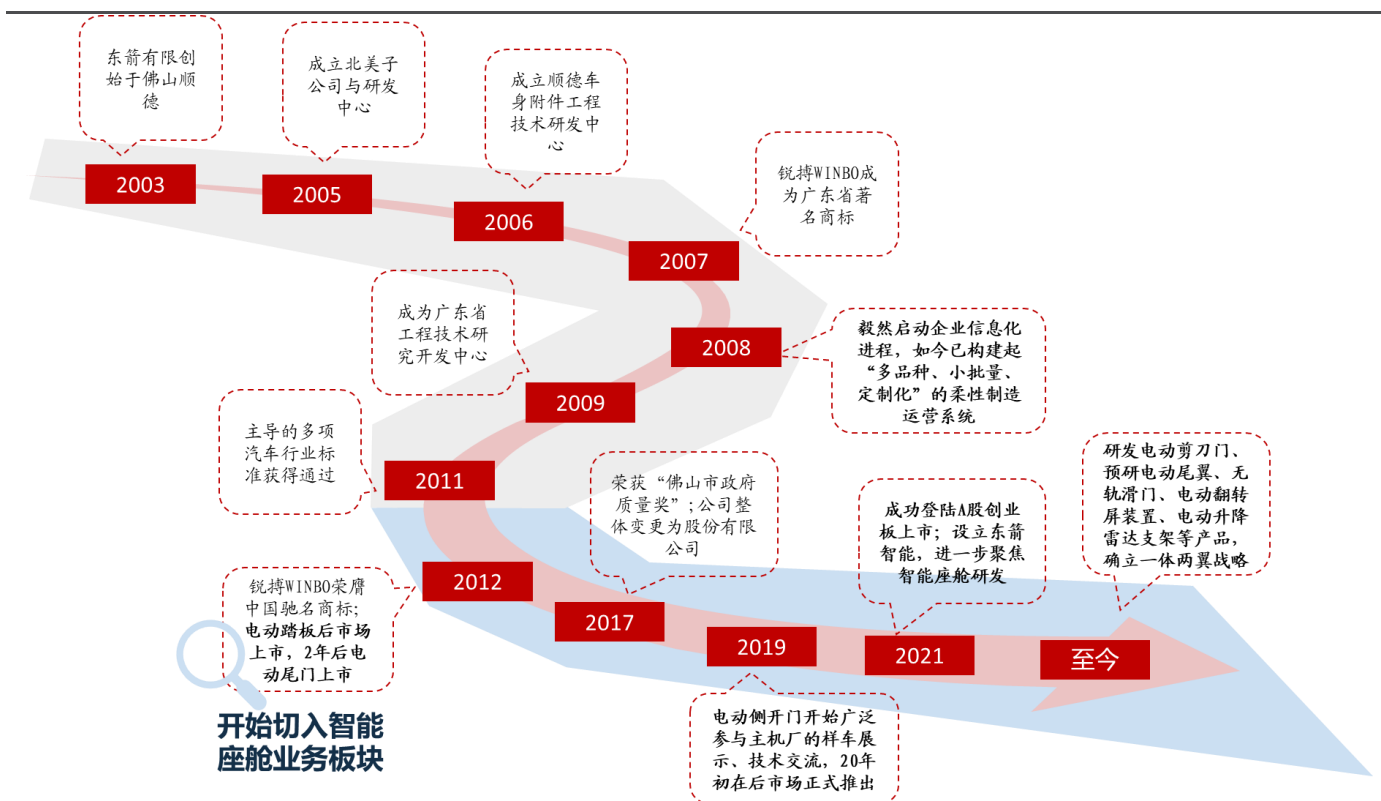
1 电动门类新秀崛起，利润迈过底部向上	3
1.1 汽车改装专精特新，一体两翼再绘蓝图	3
1.2 原材料趋稳，利润修复已经开启	5
1.3 股权集中度高，公司决策机制良好	8
2 汽改海外营收稳健，国内前、后装发力迎二次成长	10
2.1 公司深耕海外市场，客户、产品优势助力公司营收稳健	10
2.2 国内改装市场兴起，前装市场发力	12
3 智能座舱加速落地，两翼齐开再创新局	20
3.1 智能车门国内空间 25 年超 230 亿元，国产替代加速	20
3.2 公司突破技术和客户壁垒，大获定点放量在望	24
3.3 公司核心参股东箭智能，共享智能座舱收益	27
4 盈利预测与投资建议	28
4.1 盈利预测假设与业务拆分	28
4.2 估值分析	31
4.3 投资建议	32
5 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	36

1 电动门类新秀崛起，利润迈过底部向上

1.1 汽车改装专精特新，一体两翼再绘蓝图

二十年后市场沉淀，智能座舱加速落地。公司成立于 2003 年，主营汽车后市场车辆外饰改装业务，含车侧、车顶承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品。12 年公司开始涉足智能机电系统，推出电动踏板，两年后推出电动尾门并上市后市场。21 年公司成功登录创业板上市并设立东箭智能，研发生产电动尾门、侧门、剪刀门等，进一步聚焦智能座舱业务。

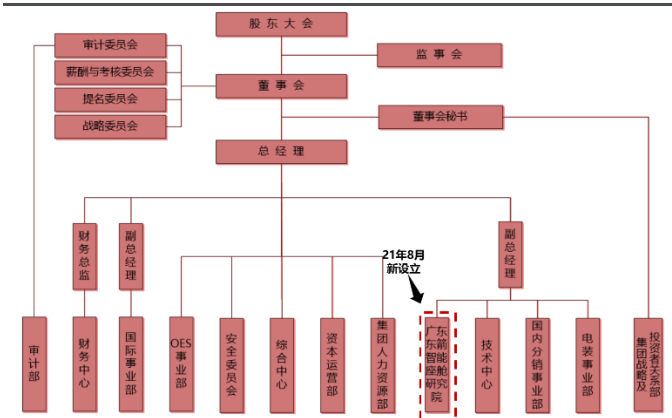
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

调整公司组织架构，提高智能座舱板块地位，推行一体两翼战略。未来 5 年，公司确立了一体两翼战略，聚焦汽车后市场主业做强做大，以国内智能座舱和国际汽车改装业务为两翼推动公司发展。为匹配公司中长期“一体两翼”的发展战略，公司积极调整组织结构，提高智能座舱板块地位，在 21 年 8 月成立专门的智能座舱研究院，整合智能座舱产品业务的科技资源和研发资源，在组织结构上为进一步发力智能座舱业务打下基础。

图 2：21 年成立智能座舱研究院，服务一体两翼战略



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：公司品牌矩阵



资料来源：公司官网，民生证券研究院

传统汽改业务产品矩阵丰富，远销海外成熟市场。公司传统后市场汽改业务公司经营持久，产品覆盖全面，包括车侧承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品、车顶装载系统产品及车辆其他系统产品，广泛应用于 SUV、轿车、MPV、越野车、皮卡等各类车型，并适配众多豪华及中高档汽车品牌。海外汽车后市场，尤其欧美市场汽改业务成熟，规模较大，因此公司汽改产品以外销为主。

加码布局智能座舱，拓宽公司成长边界。公司目前已经建立**电动舒适模块**（电动侧开门、欧翼门、电动剪刀门、电动尾门、电吸锁、电动激光雷达支架等）、**智能健康模块**（车载空气净化器等）。其中电动尾门、侧门等产品已经取得大量定点。此外，公司正在预研电动尾翼、无轨滑门、电动翻转屏装置、电动升降雷达支架等产品，提前布局不断下沉的电动门类市场。

图 4：公司传统业务主要产品

车侧承载装饰系统产品	
车辆前后防护系统产品	
车顶装载系统产品	
车辆其他系统产品	

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

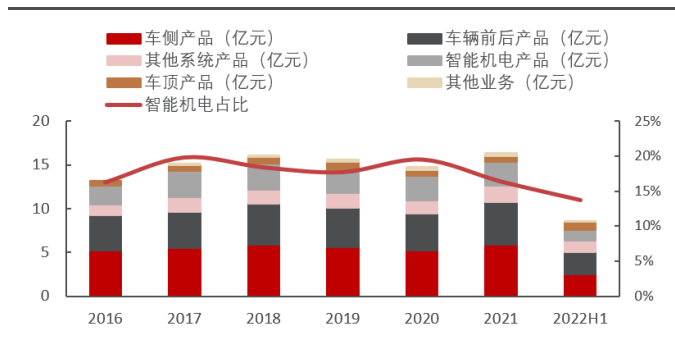
图 5：公司智能座舱业务主要产品



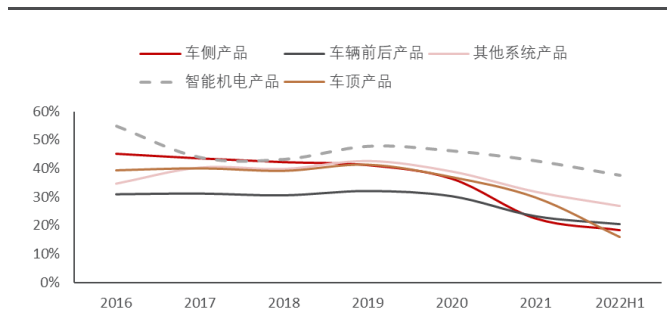
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

传统业务稳健，智能座舱业务短期下滑，在手订单落地有望贡献业绩弹性。从营收结构上看，公司传统业务发展平稳，智能座舱业务占比反而略有下降。主要系公司传统业务主要在海外汽车后市场销售，因此业务收入和国外汽车存量市场高度相关；公司智能座舱业务原以国内后装市场为主，在新能源转型浪潮下国内 4s

店服务规模大幅下降,致使公司智能座舱业务后装市场收入下滑;公司顺应新能源汽车发展趋势,21年剥离智能座舱子公司,发力前装。截至22年底,公司智能座舱业务已取得36个定点,大多集中在23年量产,预计23年智能座舱业务占比将大幅提升。从毛利率看,智能座舱业务毛利显著高于传统业务,公司盈利能力将随着智能座舱业务占比提升而大幅上升。

图 6: 公司各产品营收变化


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 7: 公司各产品毛利率变化


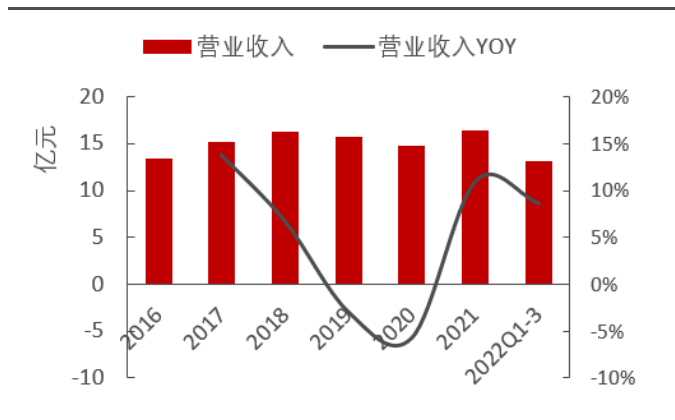
资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.2 原材料趋稳, 利润修复已经开启

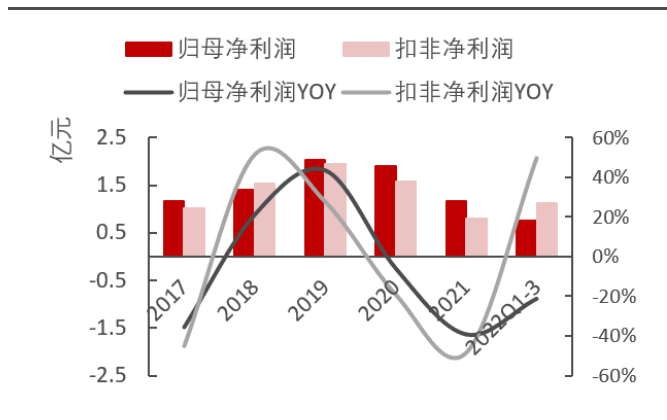
1.2.1 营业收入相对平稳, 扣非净利润迈过拐点

营业收入相对稳健, 跑赢国内汽车销量增速。公司营传统业务主要挂钩美国汽车后市场, 根据美国改装行业协会 SEMA 的统计数据, 美国汽车售后改装配件市场过去 3 年每年呈平稳增长态势, 因此公司传统营收平稳。考虑公司总营收中传统业务占比约 80%, 因此总体来看, 公司营收近年较为稳定。

利润弹性较大, 近年承压, 边际修复开启。相对于营收的平稳, 由于原材料、海运费、汇兑损益变化原因, 公司成本和费用端变动较大, 致使公司利润弹性较大。22 年前三季度扣非利润已经出现拐点, 同比+50%, 边际修复已经开启。

图 8: 公司 2022 年营业收入基本平稳


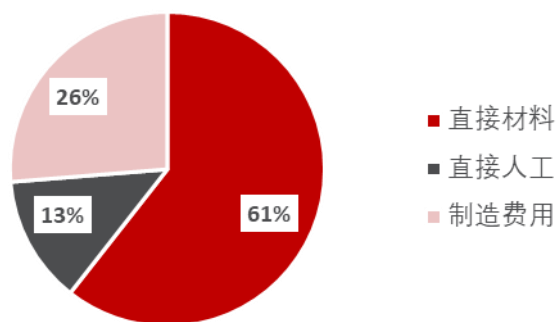
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 9: 公司利润弹性较大, 近年承压, 边际修复开启


资料来源: wind, 民生证券研究院

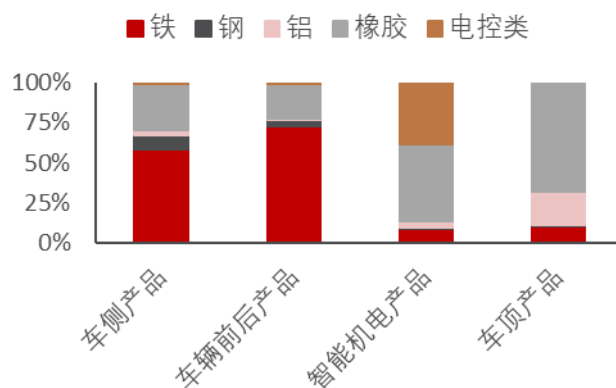
从公司成本端来看，直接材料成本占比 60%以上，是影响公司成本变化的主要因素。分产品来看，车身四周产品主要原材料为铁，车顶产品的主要原材料是橡胶，智能机电类主要原材料是橡胶和电控零件。总体而言，铁和橡胶价格是影响原材料成本的关键因素。

图 10：2020H1 公司成本构成拆分，原材料占据 61%



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 11：2020H1 公司主营产品原材料构成占比



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

橡胶价格主要受到上游石油价格影响，铁和石油价格在 22 年 5/6 月份开始大幅回落。其中，截至 2023.1.29，生铁价格相比 22 年 5/6 月高价已经回落 16%；截至 2023.2.7，石油相比 22 年 5 月高价已回落 37%。

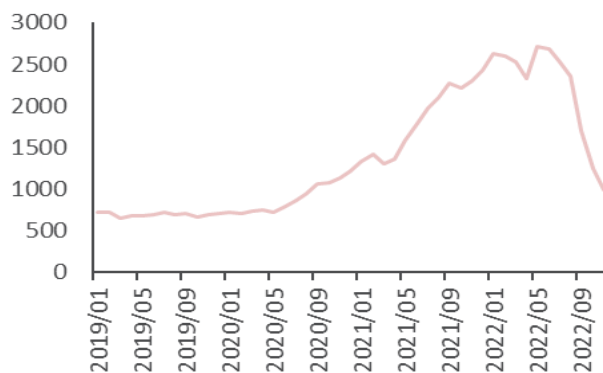
除原材料外，根据公司年报披露，运费价格是影响成本的另一关键因素，也从 5 月高点回落。中美海运价格指数在 22 年 5 月份达到最高点，到 11 月累计回落幅度达到 64%。

图 12：22 年 5 月以来铁价和石油价格降幅显著（左：元/吨；右：美元/桶）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：中国至美国西海岸 (US) 集装箱运价 (\$)

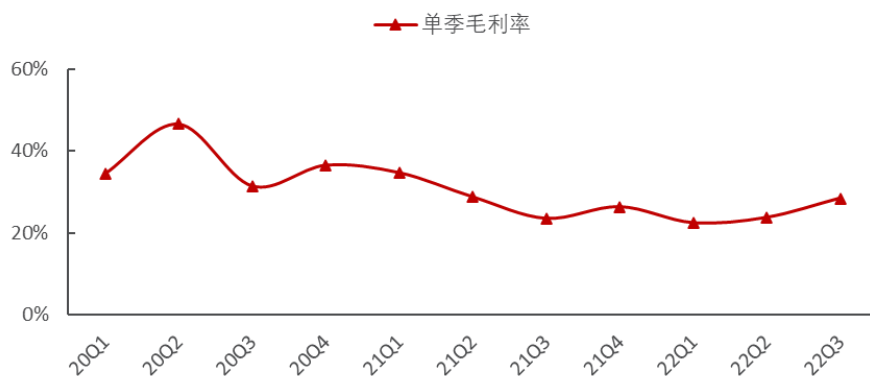


资料来源：statista，民生证券研究院

22Q1 毛利率达到拐点，全年企稳回升。从单季度毛利率看，22Q1 毛利率达

到拐点, 22Q2、Q3 环比分别提升 1.3pct、4.7pct, 注意到海运费在 10 月单月环比降幅达到 27%, 11 月环比降幅为 20%, 预计 22Q4 毛利率将企稳回升。我们认为 23 年随着国内防疫政策放松, 公司毛利将进一步提升回归稳态。长期来看, 公司国内业务占比提高, 智能座舱板块毛利率高于传统板块, 公司盈利能力将持续改善。

图 14: 22Q1 毛利率达到拐点

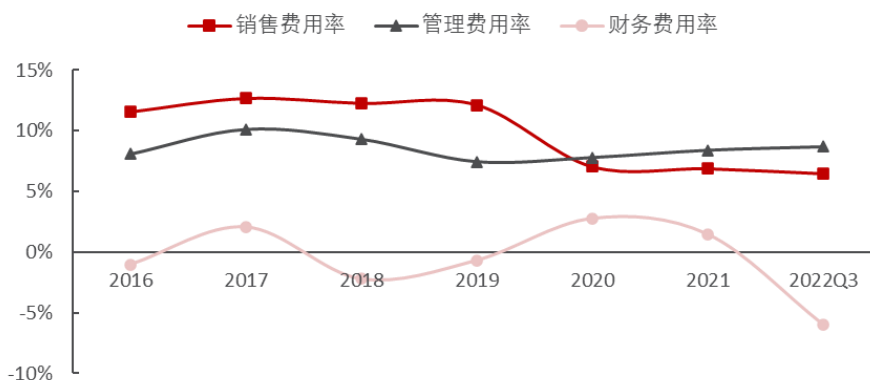


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2.2 销售费率大幅下降, 汇兑收益贡献扣非利润

销售费用执行新准则降幅显著。20 年公司销售费用率降幅高达 5 pct, 除执行新的收入准则外, 其他原因主要系公司销售策略调整。2019 年以来, 公司开始聚焦核心客户, 放弃部分回款不良、位置较为偏远的客户; 同时, 公司积极布局线上售后服务, 精简相关销售人员, 降低销售成本。

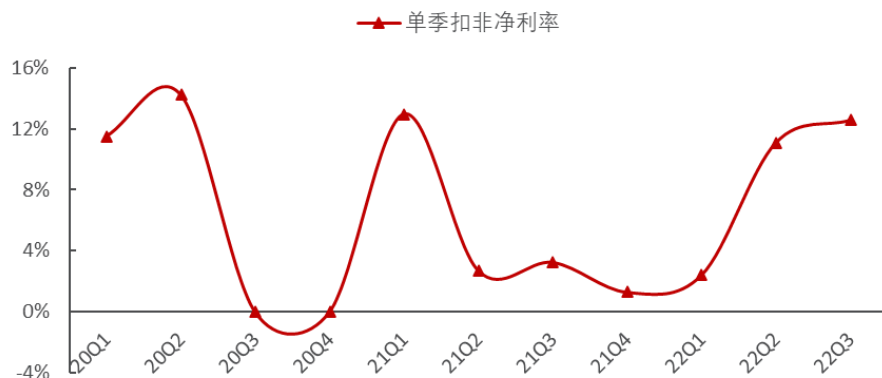
图 15: 20 年销售费用率下降 5pct, 主要系公司 19 年开始调整客户战略



资料来源: wind, 民生证券研究院

人民币汇率下跌, 公司汇兑产生净收益, 财务费率为负, 贡献扣非净利率。公司汇兑损失主要挂钩人民币汇率, 22 年人民币贬值, 公司汇兑产生净收益, Q2 和 Q3 财务费用率分别为 -11.7%、-8.3%, 为扣非净利率做出贡献。

图 16: 22Q2 公司扣非净利率回升

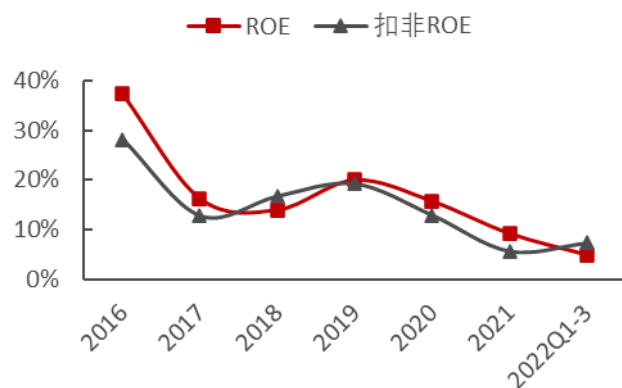


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2.3 固定资产投资进入利润转换期, 公司 ROE 边际改善

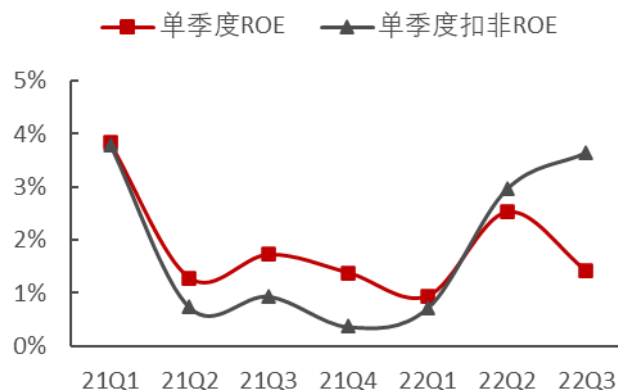
公司 21 年扣非 ROE 显著下滑, 同比-7.3pct, 主要系公司 21 年成功 IPO 后, 净资产大幅增加, 但募集资金投资项目仍处于建设期, 净利润难以实现同步大幅增长, ROE 被资本摊薄。随着公司投资项目进入回报期, 22 年以来公司扣非 ROE 逐季增长, 22Q3 同比+2.7%。公司当前 ROE 已处底部右侧, 后续有望边际改善。

图 17: 公司 21 年上市后摊薄 ROE



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 扣非 ROE 22Q3 同比+2.7pct, 有望边际改善

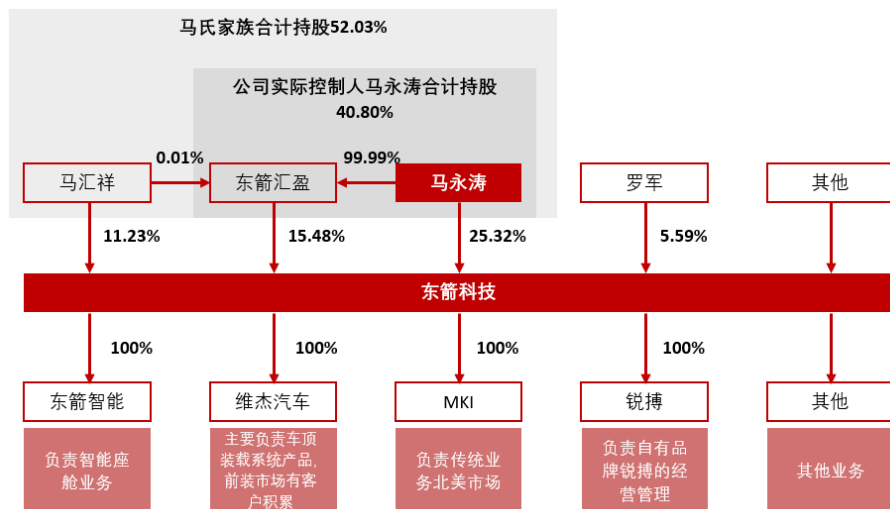


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.3 股权集中度高, 公司决策机制良好

公司股权集中度高, 决策机制良好。截至 2022 年 1 月, 公司创始人兼实控人马永涛合计持股 40.80%, 马氏家族 (马永涛及其侄马汇祥、其兄马永江) 合计持股 52.03%, 股权集中度高, 决策机制良好。在马永涛的带领下, 东箭科技以“专”和“变”为基因, 制定一体两翼战略, 在护好公司基本盘的前提下, 成立东箭智能, 积极开发智能座舱业务, 确保公司行驶在正确轨道。

图 19：公司股权结构清晰，实控人股权集中度高



资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至 2022 年 1 月）

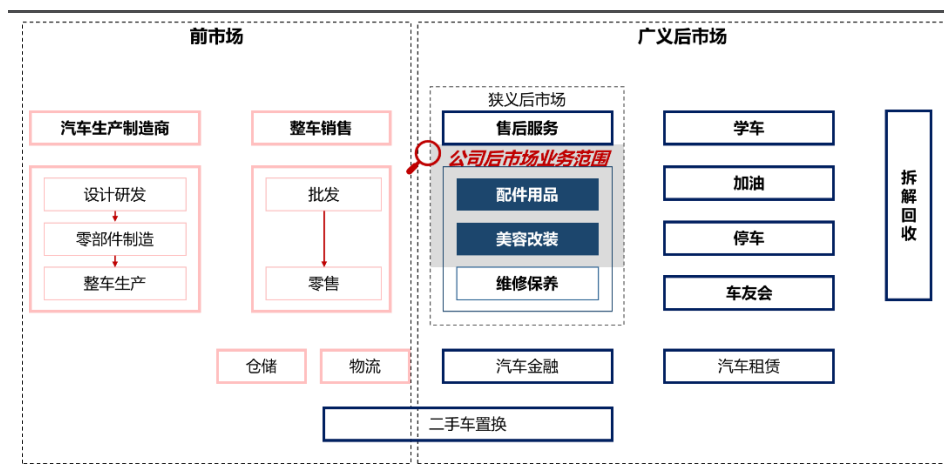
2 汽改海外营收稳健, 国内前、后装发力迎二次成长

2.1 公司深耕海外市场, 客户、产品优势助力公司营收稳健

2.1.1 北美汽车改装市场稳健增长

汽车后市场门类众多, 欧美市场已发展成熟。后市场包含业务繁多, 广义上讲, 汽车整车落地销售后, 车主所需的一切服务都属于后市场业务, 涵盖汽车维修、保养、零配件、美容、改装、油品, 汽车金融等。公司传统业务聚焦后市场汽车改装业务。

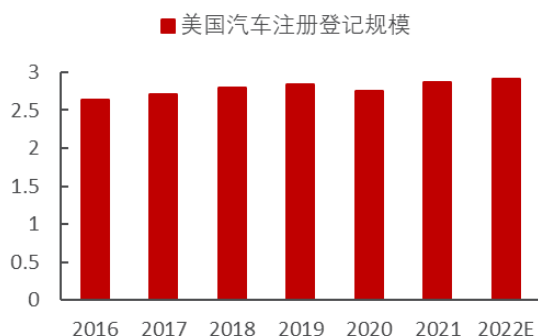
图 20: 汽车后市场门类众多, 公司聚焦汽改业务



资料来源: 搜狐, 民生证券研究院

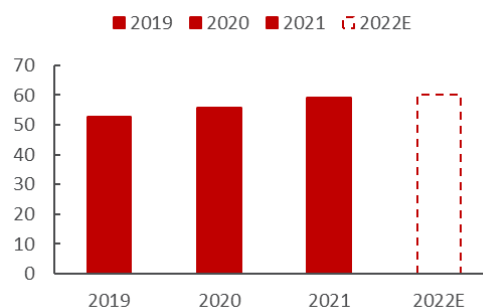
美国汽车改装市场持续扩张, 空间不断打开。由于欧美市场更加成熟, 公司汽改业务主要以外销为主。其中, 2021 年美国汽车保有量超过 2.8 亿辆, 后市场产业链完善, 且汽车改装文化盛行, 是公司的出口业务的主要销售地。根据美国改装行业协会 SEMA 发布的《2022 SEMA Market Report》, 美国汽车售后改装配件市场过去 3 年每年呈平稳增长态势, 2021 年市场规模约 59.2 亿美元, 同比+6.5%, SEMA 预测 2022 年仍将继续增长, 达到 60.2 亿美元 (约合 405 亿人民币)。

图 21: 美国汽车保有量逐年递增 (亿辆)



资料来源: hedgescompany, 民生证券研究院

图 22: 美国汽车改装市场稳定增长 (亿美元)



资料来源: SEMA, 民生证券研究院

2.1.2 国际市场呈垄断竞争模式，公司具备比较优势

后市场外饰件产品纷繁，形成典型的垄断型竞争市场。从竞争格局来看，由于后市场外饰件繁多，各厂家主营业务侧重不同，尽管彼此产品矩阵有交叉重合，但同类产品面向的车型类别、主要销售地区等均有差异，因此很难形成充分竞争。总体而言，后市场汽车外饰件市场更接近于“垄断性竞争”市场。

公司在国际市场主要竞争对手包括 ARB、EPG、Thule Group AB 等国际巨头。但由于北美市场高度成熟，竞争格局、各厂家市场份额短中期不变，增长较为稳定。

表1：公司与主要竞争对手特点对比和外销业务对比

公司	简介	特点	和公司竞争产品	2021 年外销占比
东箭科技	成立于 2003 年，从事车侧承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品、车载互联智能机电系统产品、车顶装载系统产品及车辆其他系统产品的工业设计、研发、生产和销售。	车周外饰件产品门类齐全，传统业务主营北美市场	--	外销 11.2 亿元，占比 68% (其中美国占比大约其中 60%，占总体营收约 40%)
敏实集团	成立于 1992 年，是全球最大的铝电池盒供应商、最齐全的表面处理供应商。目前敏实集团在全球范围内拥有塑件、金属车身系统、电池盒、新事业 4 大产品线。	主营金属饰条、塑件、铝件、铝电池盒件，全球经营	行李架等外饰件，与公司在国内国际市场均有竞争	外销 47 亿元，占比 61% (其中北美占比 48%，占总体营收约 18%)
ARB	成立于 1975 年，总部位于澳大利亚，主要从事汽车外饰、保护系统、视觉系统、电源等产品的经营业务，是澳大利亚最大的越野产品制造商和分销商。	主营汽车工具套件，全球经营	车顶帐篷等外饰件产品	【澳洲企业】主要在澳洲销售，营收 6.95 亿美元，其中澳洲占比 54%；出口占比 39%，(其中美洲占比 42%，占总体营收约 16%)
Thule Group AB	成立于 1942 年，总部位于瑞典，是全球领先的体育和户外产品制造商，也是全球最大的汽车顶架制造商。	配套自行车、房车、乘用车等，产品矩阵齐全，全球经营	行李架帐篷等外饰件产品	【欧洲企业】主要在欧洲销售，营收 74 亿欧元，占比 72%；出口美洲 29 亿欧元，占比 28%
EPG	成立于 1978 年，总部位于泰国，主要从事隔热材料、汽车配件、食品饮料一次性塑料包装等产品的经营业务，是世界唯一的建筑行业用三元乙丙橡胶(EPDM)隔热材料制造商，也是世界主要的汽车后备厢零部件制造商。	业务跨度较大，全球经营	部分汽车配件	【泰国企业，汽车业务营收 10 亿元人民币左右】出口占比 71%，主要出口欧洲、澳洲和南非

资料来源：公司招股说明书，各公司官网、年报，民生证券研究院整理

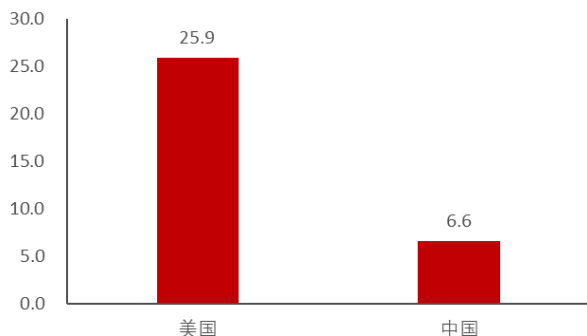
2.1.3 产品性价比突出，构筑核心竞争优势

劳动力具有比较优势。中美劳动力成本差异显著。2021 年美国人均时薪高达 25.9 美元，而中国只有 6.6 美元，仅为美国 1/4，美国本土企业成本劣势较大，相关零部件主要以进口为主。

公司的客户结构稳定，客户多而分散。公司传统汽改业务以外销为主，其中海

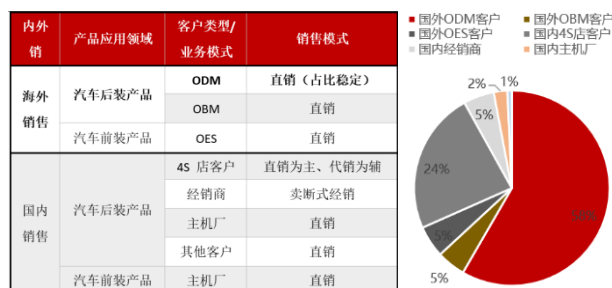
外 ODM 客户大约占比 50%，相对稳定。2021 年前五大客户占比仅为 25%，客户订单分散，风险较低。

图 23：2021 年中美劳动人口平均时薪对比（美元）



资料来源: tradingeconomics, 民生证券研究院

图 24：公司以外销为主，OEM 客户占比稳定(2020H1)



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

柔性制造能力突出，适应订单“大起大落”。后市场订单大小差异显著，最小订单量少至几套、最大订单量达数千套。为降低运营成本，一方面，公司有多达万套工检模治具，可以适配全球数百款车型；另一方面，公司建立了东箭智能制造管理平台(DIPS)，与定制的自动生产设备实现软件和硬件对接，实现精细化生产。两相结合，公司有较大的生产弹性，适应订单的“大起大落”。

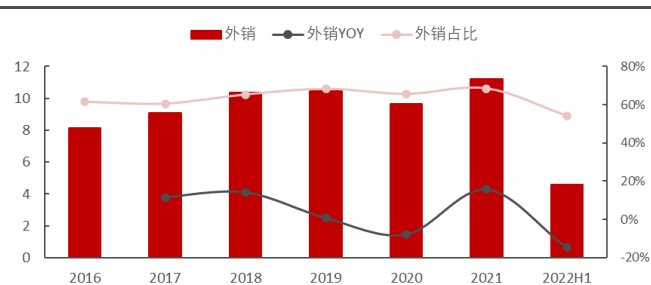
总体来看，公司基本盘稳中向好。17年以来尽管汽车终端市场销量呈下降趋势，但公司通过内部优化运营，积极利用各国经济周期差异等手段，保持公司基本盘稳中向好。

图 25：公司业务全球布局



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图 26：海外营收稳中有升（单位：亿元）



资料来源: wind, 民生证券研究院

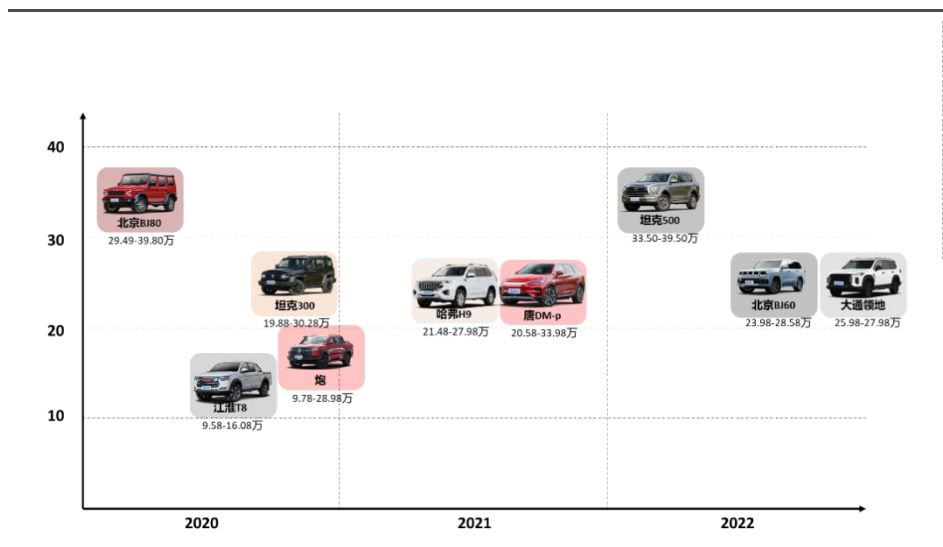
2.2 国内改装市场兴起，前装市场发力

2.2.1 国内改装市场兴起，公司具备先发优势

国内车企在电动化趋势下，平价越野车型陆续上市，多用途改装已成风气。2020年以来多个平价越野车型或者带越野功能的suv上市，证明国内平民越野潮流的兴起；在疫情政策在不断的边际放松之下，自驾、露营、郊游等需求进一步释放，以坦克300、Tesla model Y等为代表车型的轻度改装成为风气，带动越野改

装市场增长。

图 27：2020 年以来国内多款越野新车上市



资料来源：易车，民生证券研究院

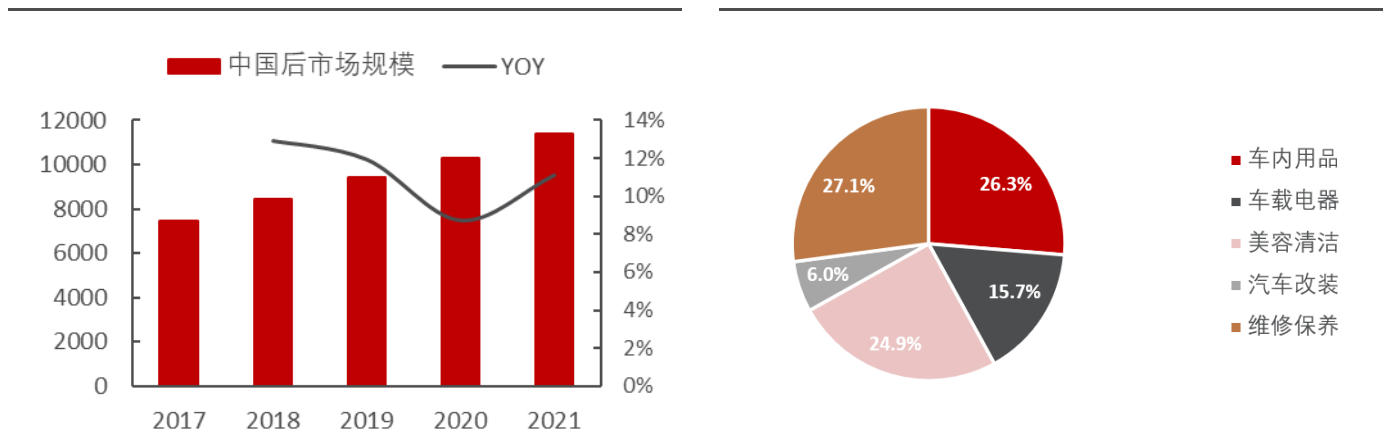
2017-2021 中国后市场规模逆周期增长，汽车改装业务规模可观。根据巨量算数统计，由于国内汽车存量市场越来越大，17 年以来我国后市场业务逆周期增长，21 年市场规模超过 1.1 万亿元。22 年 1-9 月份，汽车改装业务大约占比 6%，市场空间约 600-800 亿元。我们认为在越野车型轻度改装风气流行趋势下，汽车改装市场将获得更大的市场空间。

图 28：国内汽车后市场加速增长（单位：亿元）



资料来源：巨量算数，民生证券研究院

图 29：2022 年 1-9 月国内后市场业务结构



资料来源：巨量算数，民生证券研究院

国内汽车改装市场参与者众多，竞争格局分散。相比海外市场，国内汽车改装市场刚刚兴起，呈现“厂家众多，格局分散”的特点。由于汽车改装市场从发动机到底盘到内外饰产品多样，不同公司产品侧重不同，零部件供应商多为地方性非上市公司。上市公司中，仅有威尔福和公司的产品矩阵重合度较高，在侧杠、踏板、

行李架等产品上均有竞争；其他上市公司和公司产品交叉较少，主营业务和主要客户均有较大差别。总体来看，国内汽车改装市场竞争格局比较分散。

表2：国内汽车后市场上市公司主营业务差别显著，竞争格局分散

公司	简介	改装产品及特点	和公司竞争产品	销售情况
威尔弗	成立于 2011 年 9 月，为 SUV、MPV、吉普车、皮卡等乘用车提供踏板，以及防护杠、行李架、挡泥胶(板)、排气管等汽车外饰零部件。	汽车侧杠、踏板、行李架、电动尾门等，主营国内地区	电动尾门在国内有产品竞争；此外有踏板、行李架等	均为内销
天铭科技	成立于 2000 年，是一家拥有自营进出口权的专业汽车越野装备企业。	电动绞盘、工业绞盘、电动踏板、高强度纤维绳、以及多款越野改装车用品	电动踏板、部分越野改装设备等	主营越野设备，早期以出口为主，近年国内业务占比超过 50%
路畅科技	成立于 2006 年，主要提供汽车智能化及智能出行产品及解决方案	公司经营范围广泛，与汽车改装相关产品包括中控请、仪表盘、车内音响、倒车影像、座椅控制、电动尾门等	除电动尾门外，和公司交叉产品较少	80%以上为内销

资料来源：公司招股说明书，各公司官网、年报，民生证券研究院整理

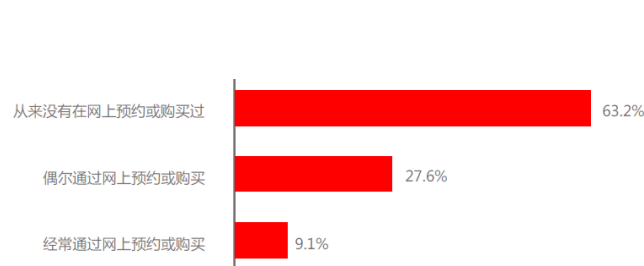
公司加速构建 C 端品牌，直达客户，快速抢占国内市场。互联网渠道正在成为汽车后市场服务的核心渠道。根据巨量算数 2022 年 10 月在后市场的调研，尽管当前“朋友介绍”还是车主获取汽车后市场相关信息的主要渠道，但**途虎养车、短视频、汽车之家等互联网渠道合计占比超过 50%，网上预约或购买汽车服务的人数占比超过 35%**，互联网渠道越来越成为汽车后市场服务的核心渠道。

图 30：用户获取汽车后市场相关信息的渠道



资料来源：巨量算数，民生证券研究院

图 31：通过网上预约或购买过汽车服务的人数占比

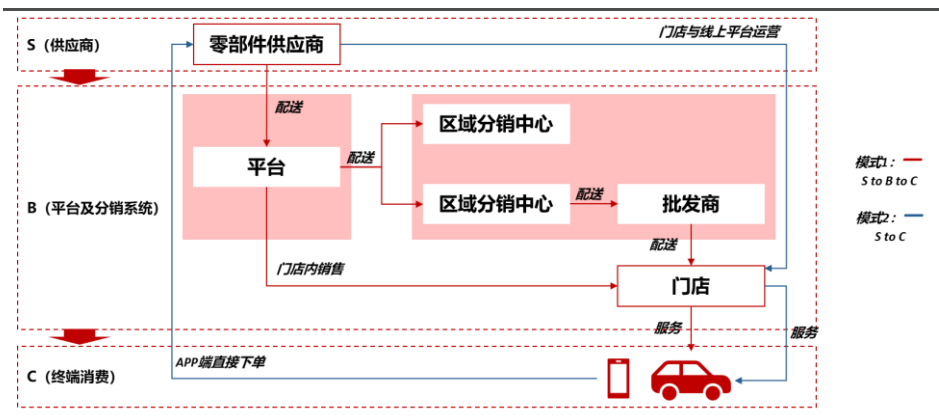


资料来源：巨量算数，民生证券研究院

公司加速推进 B 端品牌锐搏升级迭代，打造成 C 端品牌，快速抢占市场先机。

传统的汽改零部件一般是 StoBtoC 的模式，即零部件供应商供应产品给分销商，分销商再通过门店服务终端客户。分销商的优势在于下沉市场的渠道，互联网的发展让 StoC 模式更为可能。公司自主汽车改装品牌 Winbo 锐博覆盖了包括产品设计、研发、生产、销售每个供应链环节。过去主要是作为供应商，向 4S 店、经销商等提供产品，近年来通过建立线上渠道直达 C 端。

图 32：锐搏探索 C 端新模式



资料来源：罗兰贝格，民生证券研究院

积极开设门店，广泛布局全国，触达终端消费。除了拓宽线上渠道外，线下门店也是 C 端订单的重要入口。目前公司已经在成都、昆明、北京、郑州 4 家门店试营业。

随着公司线上渠道发力、更多门店拓展，C 端业务有望成为公司汽改业务收入的重要组成部分，作为增量业务给公司带来更多额外收入。

图 33：公司已经在全国多地设立 C 端门店，直达终端消费者



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.2 收购维杰步入前装市场，强强联合拓宽边界

客户资源优质，前装经验丰富。维杰汽车成立于 2016 年，业务范围包括国内、外整车零部件配套业务，为主机厂配套行李架、脚踏板、前后护板、排气管尾套、迎宾踏板等。维杰公司率先引进大型高科技含量的先进生产设备和全球领先检测

系统,力求精益求精,达到“零缺陷”目标,公司顺利通过并积极推行 IATF16949:2016 质量管理认证体系。

图 34: 维杰汽车产品结构



资料来源: 维杰汽车官网, 民生证券研究院

维杰公司无论在设计装配还是制造工艺上均跻身世界汽车车身附件开发的先进行列,成为长城、江铃、江西五十铃、广汽、北京福田、日产、比亚迪、通用、长安马自达、蔚来等国内、外汽车厂家的原装配件供应商。

图 35: 维杰汽车客户结构



资料来源: 维杰汽车官网, 民生证券研究院

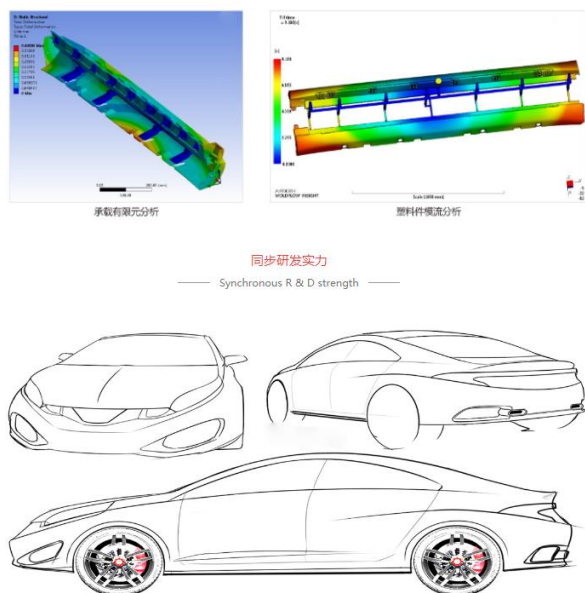
图 36: 产品对应客户情况

产品类型	客户	典型项目
行李架	长城、江铃、广汽、吉利、比亚迪、东风日产等	LANDCRUISER行李架、G54行李架、G55行李架S6行李架、哈佛H2行李架、哈弗H6运动版行李架、哈弗H6精英版行李架、驭胜行李架、东风MX6行李架、吉利GX7行李架
踏板	福特、江铃、福田、丰田、北汽等	G58踏板、驭胜踏板、风骏5踏板、荣威W5踏板、丰田RAV4踏板
排气管	长城、本田、三菱、比亚迪等	陆风X5、X7排气管、H6排气管、H2排气管
防滚架	长城、日产等	风骏5防滚架、锐骐防滚架
其他	长城、江铃等	哈弗H9备胎罩、福迪支架

资料来源: 维杰汽车官网, 民生证券研究院

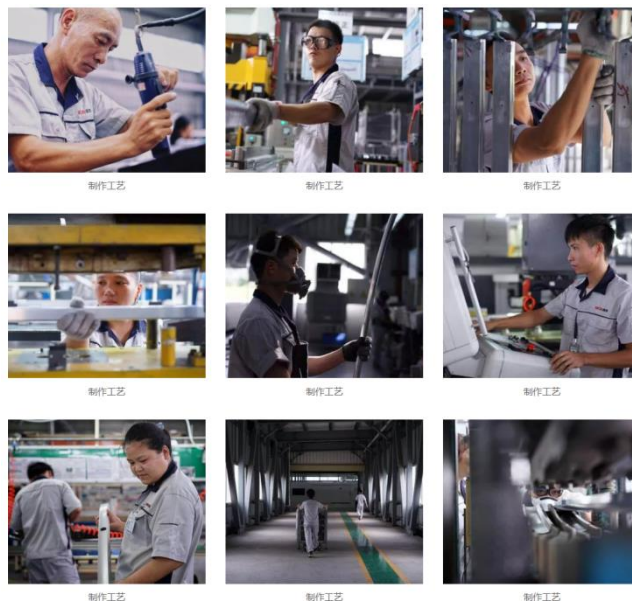
产研丰富, 具备核心竞争优势。维杰汽车已能做到与主机厂同步研发能力, 具备成熟的研发技术, 如对有承载要求的产品可进行有限元分析, 对塑料件进行模流分析, 对钣金件进行钣金成型分析等, 在产品研发前, 有经验十分丰富的工程师进行 DFMEA PFMEA 分析。公司采用专线生产模式, 目前已建立多条行李架、踏板、尾套等专用生产线, 具备进一步产能扩充的条件。

图 37: 维杰汽车研发实力



资料来源: 维杰汽车官网, 民生证券研究院

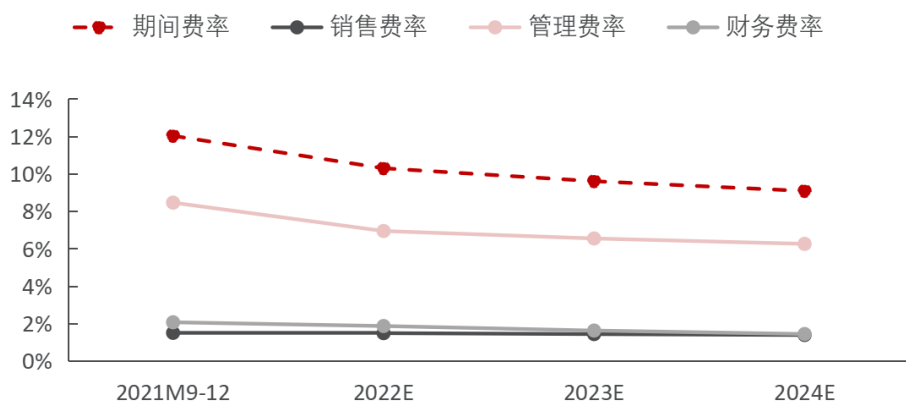
图 38: 维杰汽车工艺领先



资料来源: 维杰汽车官网, 民生证券研究院

维杰汽车成本控制能力领先, 定位精准, 小而精路线确定。维杰汽车率先引进了大型高科技含量的先进生产设备和全球领先检测系统达到精益生产标准; **并且已在佛山、重庆等地建立生产基地, 并通过扩大厂房规模以及引进高效的自动化生产线降低成本。**在费用端, 根据广东联信资评公司对维杰汽车的评估, 2021 年前三季度公司销售费率 and 财务费率合计仅为 3.5%, 管理费用率 8.5% (含研发), 期间费用率 12%, 费用控制能力出色, 未来有望保持下行趋势。

图 39: 维杰汽车期间费率及预测



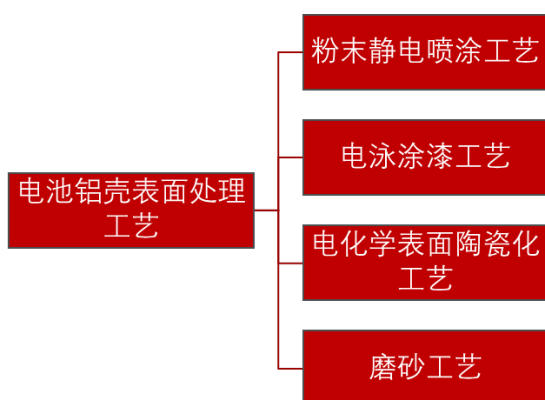
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

维杰汽车持续获得下游新客户定点, 电池表面处理业务进入国内某一级电池企业供应链。维杰汽车以“站稳自主品牌第一阵营”为目标, 积极获得下游客户定点, 持续提升市场占有率, 在手订单充足, 截至 22Q3, **维杰汽车已成功获得多家**

新能源客户定点，打开汽配前装新市场。

除了传统主业积极开拓市场外，维杰汽车继续秉持“小而精”风格，寻求外部利润率较高且和现有业务的工艺、产线形成协同效应的项目。在锂电业务上，公司在表面处理上的工艺积累深厚，顺势进入国内某一级电池企业供应链，为公司带来全新业务增量。

图 40：动力电池铝壳表面处理工艺



资料来源：钜大官网，民生证券研究院

图 41：维杰汽车表面处理工艺积累



资料来源：维杰汽车官网，民生证券研究院

维杰 22 年利润反弹。维杰汽车 21 年受疫情、原材料等影响盈利承压，但 22 年已经开始反弹，22 年上半年度维杰汽车总营收突破 2 亿元，净利率为 4.6%，伴随着外部负面因素影响逐步环节，盈利能力有望持续修复。

公司收购维杰汽车，突破客户壁垒，进入前装市场。21 年 11 月 16 日公司早间公告以自有或自筹资金 1.91 亿元收购维杰汽车 100% 股权。客户壁垒与当前机遇：主机厂前装市场原供应关系稳定，新供应商认证周期很长。传统车向新能源车变革，后者对供应商提出了新的要求，打破原有供应体系。

- ✓ **开发周期与车型差异：**新能源车开发周期更短，不同款车型差异更大，需要供应商更快地响应速度，更高的设计灵活性；
- ✓ **成本要求：**由于自主品牌缺少品牌溢价，同时车辆面向新四化进行改进，造车成本上升，因此必须获取更低成本的零部件；
- ✓ **供应链安全：**受美国相关政策影响，全球产业链安全性受到严峻挑战，新能源厂商更倾向于构建本土产业链；

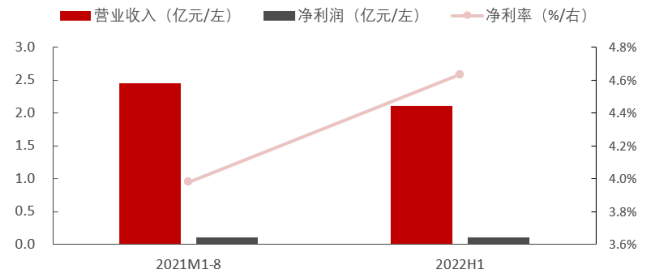
公司收购维杰汽车后，维杰汽车在前装市场的客户积累帮助母公司突破客户壁垒，助力公司产品顺势进入前装领域，市场空间进一步打开。

图 42: 维杰汽车助力公司开拓国内前装个性化外饰业务

制造管理方面	市场开拓方面	新业务培育方面	组织管理方面
维杰汽车围绕供应链改善、工艺改善、品质改善等方面持续提升精益制造能力，以成本领先优势，扎实巩固主营业务的核心竞争能力。	维杰汽车以“站稳自主品牌第一阵营”为目标，持续提升市场占有率。	维杰汽车聚焦新能源业务，积极拓展第二增长曲线。维杰汽车已成功获得多家新能源客户定点，主要涉及电池盖零部件等新产品。	维杰汽车推行高层管理人员轮值制，培养复合型管理人才，促进人才梯队发展，激发组织内部活力。

资料来源：维杰汽车官网，民生证券研究院

图 43: 维杰汽车 22H1 净利率开始反弹



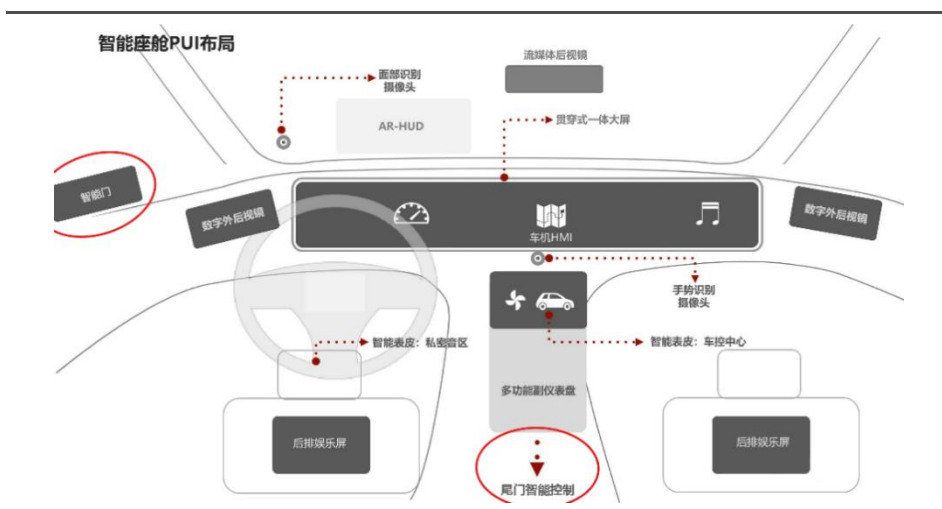
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 智能座舱加速落地，两翼齐开再创新局

3.1 智能车门国内空间 25 年超 230 亿元，国产替代加速

智能座舱是汽车产业变革的核心变量之一。在汽车电动化与智能化的过程，自动驾驶和智能座舱是两大核心变量。其中智能座舱通过对软硬件提出特定功能要求，使驾驶员能在车机互联、语音交互等方面得到优质体验，在舒适化、智慧化、办公化等方向上不断进行提升。智能座舱的四大关键模块包括 TBOX、智能网关、交互类设备和域控制器。电动门类属于交互类设备。

图 44：智能座舱 PUI 布局

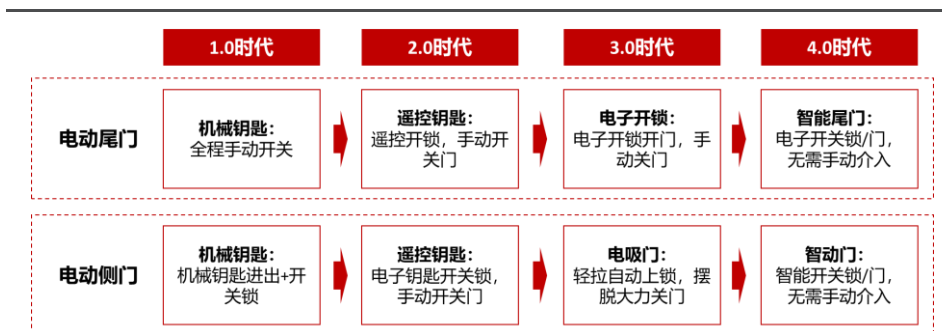


资料来源：知乎，民生证券研究院

3.1.1 电动智能化加速座舱智能化，智能车门空间或超百亿

顺应智能化发展历程，汽车电动门类发展迈向 4.0 时代。我们从尾门和侧门开关智能化程度的来看，我们大致可以分成四个阶段，早期的汽车侧门和尾门开闭都是手动的机械钥匙操作，现今大部分级车的侧门和尾门都是电子钥匙控制，部分端车型已经实现侧开门和电子尾门，甚至少量新能源车已经推出自动侧门，向 4.0 时代迈进。

图 45：汽车电动门发展迈向 4.0 时代



资料来源：民生证券研究院整理

自主品牌利用新能源破局，把内外饰提升作为产品核心卖点之一。由于自主品牌缺乏品牌溢价，在打破外资或合资车型垄断中高端市场的路径上，自主品牌在新能源车上集中发力，把提升内外饰配置作为产品核心卖点之一。

图 46: 新能源 SUV 配置带动传统车型提升



资料来源: 汽车之家, 易车, 民生证券研究院

图 47: 新势力轿车配置明显高于传统外资/合资品牌



资料来源: 汽车之家, 易车, 民生证券研究院

市场主流新能源车中，电动尾门整体渗透率达到 76%，侧开门为 21%。我们统计了目前市场上 18 个主要新能源品牌的 63 款主要车型，覆盖比亚迪、Tesla、主流新势力厂商、主流合资厂商和自主厂商的电动门类应用情况。

电动尾门: 我们以基础功能“电动控制”为标准进行统计 (认定选配或部分安装即为该车型含该功能, 下同), 发现 SUV 渗透率达 90%，轿车渗透率达到了 54%。总体来看，63 款新能源车型电动尾门的整体渗透率达到 76%。

侧开门: SUV 渗透率为 23%，轿车为 17%，差别并不大，总体渗透率为 21%。

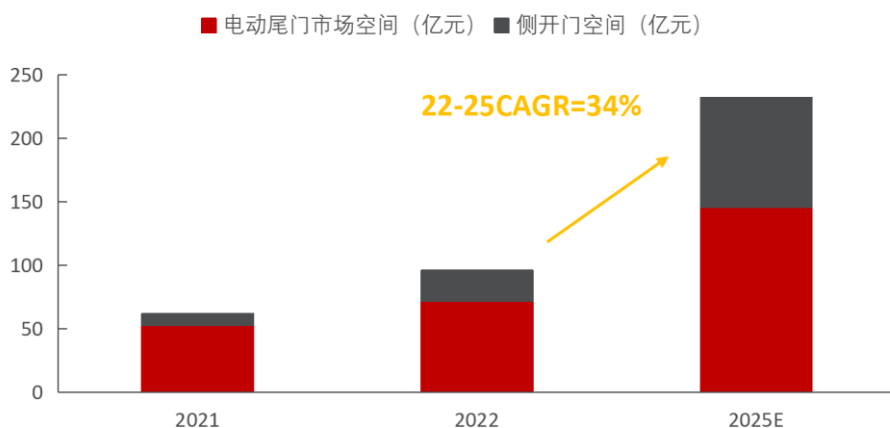
表3: 普通轿车与 SUV 在不同价格带的渗透率

门类	分车型	0~10 万元	10~20 万元	20~30 万元	30~40 万元	40~50 万元	总计
电动尾门	SUV	50%	82%	100%	100%	100%	90%
	轿车		38%	80%	100%	100%	54%
	总计	50%	61%	92%	100%	100%	76%
侧开门	SUV			14%	56%	75%	23%
	轿车			20%	100%	100%	17%
	总计			17%	64%	80%	21%

资料来源: 汽车之家, 民生证券研究院整理

2025 年电动尾门+侧开门市场空间达 232.1 亿元。考虑到电动尾门在新能源车型和传统车型渗透率差异，基于此测算市场空间，预计 2022 年电尾门市场空间为 71.5 亿元，2025 年有望达 145.7 亿元。基于电动侧开门当前仍集中在中高端新能源车型上装配，我们仅测算新能源车型侧开门市场空间。我们预计 2022 年电动尾门+侧开门整体市场空间为 95.9 亿元，2025 年达到 232.1 亿元。

图 48: 我们预测 2025 年电动尾门市场空间或达 232.1 亿元, 2022-2025CAGR 为 34%



资料来源: 汽车之家, 中汽协, 民生证券研究院测算

3.1.2 国内市场尚为蓝海, 超前布局抢占先机

此前国际巨头垄断中高端车型, 国内无电动门类巨头。从空间上来说: 在国内新能源车发力之前, 电动门类主要应用于外资/合资中高级车型, 因此市场空间较小。**从供应量角度说:** 由于此前外资/合资主机厂往往已经和国际巨头形成较为稳定的供应关系, 如博泽、斯泰必鲁斯等主要通过国际市场绑定了进口及合资品牌; 日系车供应链相对封闭, 主要由本土日系企业供应, 外部企业一般难以切入;

因此此前国内做电动尾门的机遇和市场空间均不大, 导致国内目前没有主营电动门类的巨头产生。**新能源车企发展给国内供应商带来新机遇。**

表4: 国际巨头绑定传动外资/合资品牌厂商

公司	国家	概况	客户类型	客户情况
博泽	德国	家族企业, 1996 年进入中国市场, 陆续成立多家合资公司, 日前总部位于上海	国外豪华品牌	奥迪、大众等
斯泰必鲁斯	德国	公司于 2014 年在法兰克福上市, 目前是世界上规模最大的气弹簧制造商	国外豪华品牌	宝马等
爱德夏	德国	隶属于西班牙汽车零部件供应商海斯坦普旗下, 目前以发展成为世界上大的铰链系统供应商	国外豪华品牌	奔驰等
麦格纳	加拿大	全球第三大汽车零部件供应商	国内自主品牌	长城等
重庆海德世	日本 (母公司)	是中国最大的汽车拉索产品制造企业	国内合资品牌	本田、马自达等

资料来源: 各公司官网、年报, 民生证券研究院整理

电动化趋势利好国产电动门类厂商。目前国内做电动门类总成的上市公司主要有**东箭科技、伯特利、凯迪股份、兆威机电、拓普集团**等。国内企业借新势力破局，除东箭科技拿到大量定点外；国内制动系统龙头企业伯特利也拿到了 5 个订单，并且以新能源汽车为主；此外凯迪股份、兆威机电、拓普集团等也获得了国内电动门类订单，部分客户交叉，与公司形成一定竞争。

但总体而言，国内市场尚为蓝海市场，市场空间处于分配进程中，尚未形成稳定竞争格局，公司早在 2012 年超前布局智能车门相关产品预研，当前已具备先发优势。

表5：本土企业借新势力破局，产品各有特点

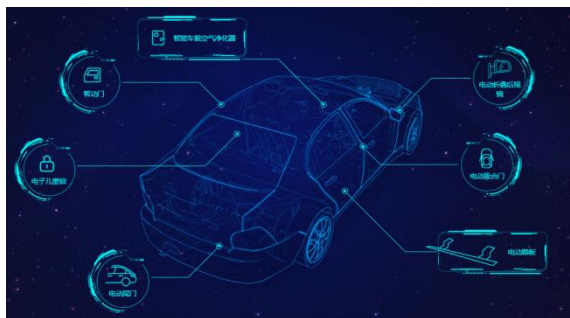
公司	公司简介	产品样例	主要产品/零部件	主要客户
东箭科技	国内汽车后装市场龙头，业务往智能座舱拓展		电动尾门系统总成、电吸门、电动门（限位器）、剪刀门等；自研电动门类撑杆、ECU、电吸锁、限位器、驱动等核心部件	比亚迪、广汽、华为系、新势力等，截止当前有 36 个定点，大部分预计 23 量产
伯特利	国内制动系统龙头企业，业务向轻量化和智能化方向拓展		电动尾门开闭系统(PLG) ，包括普通单/双驱尾门、双驱集成双控尾门等， 线控驱动技术积累深厚，主要做电动尾门驱动	5 个定点，其中 4 个新能源，1 个其他车型，预计 23Q1 量产
凯迪股份	主营线性驱动系统产品，应用于智能家居、智慧办公、汽车等领域		尾门部件：U 型推杆、电动推杆、控制器、电吸锁等核心部件； 公司还布局了 汽车电吸门、前盖电动门	奇瑞、小鹏、蔚来
兆威机电	主要从事微型传动系统、精密注塑件和精密模具，主营通信设备、智能手机、汽车电子、智能家居、服务机器人等领域		齿轮+电机+控制器集成的整体解决方案 ，成熟产品包括汽车吸顶屏、电动尾翼、 电动尾门、电动门把手 等；主要做驱动部分， 公司产品体积小，强度高，解决了传动噪声的难题	比亚迪、长城、蔚小理、博士等
路畅科技	汽车智能化及智能出行产品及解决方案提供的高科技公司，是中国较早投身于车载导航、汽车智能驾驶舱及车联网产业的企业		电动尾门系统总成： 自主研发电动撑杆结构、平衡杆、检测设备、防夹方法等； 智动侧门： 控制器 ISD ECU	主要服务于后装市场，覆盖各个品牌车型，多为外资或合资 SUV
拓普集团	公司是国内汽车零部件平台型企业，主要有 8 大系列产品（汽车 NVH 减震系统、内外饰系统、车身轻量化、智能座舱部件等）；同时布局机器人赛道		电动尾门系统总成： 自主研发电动撑杆结构、平衡杆、检测设备、防夹方法等； 智动侧门： 控制器 ISD ECU	具体客户无公开信息，已经小批量供货
恒帅股份	汽车微电机及相关产品供应商		主要生产各类 电机+执行器 ，应用领域包括 汽车尾门、电动门、隐藏门把手、鸥翼门 等	斯泰必鲁斯、蔚来、其他整机厂

资料来源：各公司官网、年报、公告，民生证券研究院整理；

3.2 公司突破技术和客户壁垒，大获定点放量在望

公司智能座舱业务聚焦电动门类，构建了较为完整的产品矩阵。**1、电动舒适模块：**电动侧开门、欧翼门、电动剪刀门、电动尾门、电吸锁、电动激光雷达支架等；**2、智能健康模块：**车载空气净化器等；**3、预研产品：**电动尾翼、无轨滑门、电动翻转屏装置、电动升降雷达支架等。

图 49：公司智能座舱产品布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 50：智能座舱产品节奏

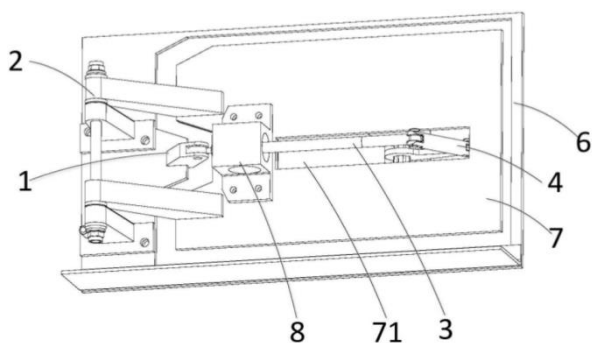


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2.1 突破核心技术壁垒，携手华为共同成长

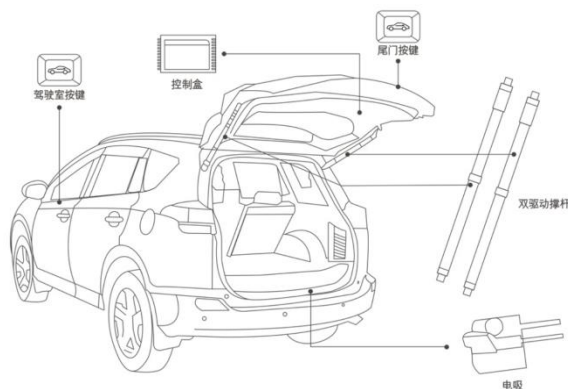
电动门类市场目前主要存在两大竞争壁垒：一是技术壁垒；二是客户壁垒。公司当前已具备关键零部件的研发制造能力，具备较强的技术壁垒。汽车电动门类的上游是各个零部件，关键模块包括驱动机构和控制模块。在驱动机构中撑杆、连杆、电机、丝杠等都属于核心零部件，控制模块主要是 ECU，也是尾门系统的核心之一，技术门槛较高。公司是国内少数具备制造电动剪刀门类产品总成的供应商。

图 51：电动侧开门结构图



资料来源：国家知识产权局，民生证券研究院

图 52：电动尾门主要零部件



资料来源：搜狐，民生证券研究院

完整覆盖电动门类关键部件，公司发明专利布局齐全。以电动尾门为例，其噪音控制、防水等级、使用寿命等都属于产品关键指标。公司在“带多向旋转的双撑杆运用于智能尾门的设计”中，将尾门运行噪音能控制在 55 分贝以内（行业标准

为 60 分贝)，防水等级达到 IP67（行业标准为 IP66），使用寿命可达到 5 万次（行业标准为 3 万次）以上，相关应用产品被认定为高新技术产品。

截至 2022 年末，公司专利近 1200 件，其中发明专利 272 件，与尾门相关的发明专利 29 件，电动侧开门 24 件，电动踏板 5 件，其他核心部件的专利 49 件，为电动门类建立了坚实的知识产权壁垒。

表6：公司发明专利布局齐全，覆盖电动门类核心零部件

类别	主要技术	专利数
电动尾门	驱动、撑杆、ECU、电吸锁等	29 件
电动侧门	驱动、铰链、推杆、连杆、电吸锁等	24 件
电动踏板	踏板组件、伸缩驱动、感应器、控制器等	5 件
核心部件	如驱动、摆臂、阻尼器、限位器等	49 件

资料来源：知识产权平台，民生证券研究院；

科技企业华为赋能东箭科技，强强联合建布局智能座舱。2021 年公司获得华为在线举办的“2021 年度华为智能汽车解决方案优秀合作伙伴答谢”活动中颁发的“2021 年度华为智能汽车解决方案优秀合作伙伴”奖项。同时，21 年 8 月 2 日华为智能汽车解决方案 BU 智能座舱部团队在公司参观交流，公司相关团队向华为介绍了公司产品、技术、开发流程、案例等方面，双方就汽车智能座舱未来的趋势展开了深入交流和探讨。公司现已获得阿维塔、Hyper SSR 等多款华为参与的智能汽车的电动侧开门、剪刀门等智能座舱核心产品定点。公司与华为合作的电动门类项目凭借过硬的技术和产品实力产品得到认可，预计随着华为系产品全面开花，公司电动尾门与智能座舱业务有望受益。

图 53：公司获得华为智能汽车解决方案优秀合作伙伴



资料来源：网易，民生证券研究院

图 54：公司获得华为优秀合作伙伴奖

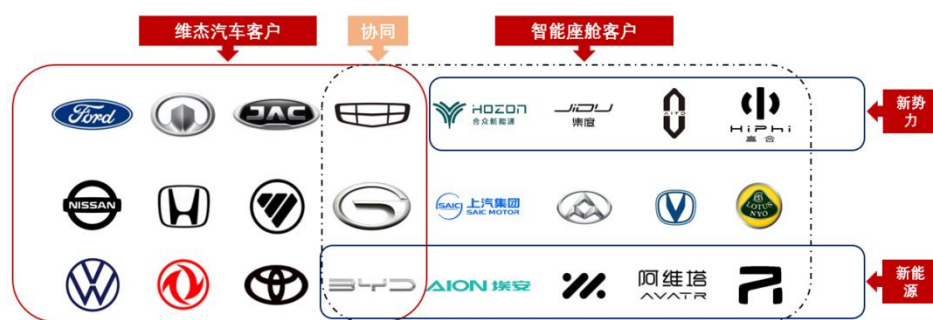


资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.2.2 协同维杰汽车客户资源，完善座舱客户群体，在手订单充沛

客户结构优质，定点加速落地。协同维杰汽车前装客户资源，叠加公司智能座舱产品核心竞争力，公司持续开拓智能座舱产品前装客户。当前智能座舱业务在主机厂客户开拓方面，已进入广汽埃安、比亚迪、合众新能源、路特斯、长安汽车、集度汽车、上汽智己、上汽飞凡、吉利、高合等多家新能源汽车主机厂定点，定点项目大部分将于 2023 年开始量产。随着国内自主品牌车企的崛起，特别是自主新能源品牌的迅猛发展，智能座舱控制系统的市场需求也同步增长，叠加国产零部件替代加速和国内汽车智能化的产业趋势，智能座舱市场正迎来历史性的行业机遇。

图 55：维杰助力公司步入前装，丰富公司电动门类客户矩阵



资料来源：维杰官网，公司公告，民生证券研究院整理

截至 22 年底，公司智能座舱相关产品已获得主机厂前装定点项目 36 个，其中，电动侧开门项目 13 个，电动尾门项目 17 个，踏板项目 3 个，剪刀门项目 3 个。大部分定点项目将于 2023 年开始陆续量产。预期跟随重点客户放量，第二增长曲线将获得快速增长。

表 7：截至 22 年底，公司智能座舱相关产品已获得主机厂前装定点项目 36 个

序号	门类	定点数量	预计量产时间
1	电动尾门	17	23 年
2	电动侧开门 (电动限位器)	13	23 年
3	电动踏板	3	23 年
4	剪刀门	3	23 年

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

3.3 公司核心参股东箭智能，共享智能座舱收益

管理层和核心骨干参股东箭智能，共享智能座舱业务收益，激发核心人员积极性。公司为强化智能座舱前装市场业务，在 21 年 7 月设立子公司广东东箭汽车智能系统有限公司，专门负责智能座舱业务。东箭智能注册资本 3000 万元，后为进一步激发核心人员积极性，公司对东箭智能增资 1,000 万元，新增注册资本全部由管理层及核心骨干认缴，其中管理层出资比例 62%，核心骨干占比 38%。本次认缴完成后，管理层及核心骨干持有东箭智能 25% 的股份，将共享东箭智能的业务成果。

表8：公司管理层及核心骨干合计增资 1000 万元

序号	股东名称	增资前		增资后	
		认缴出资额	认缴出资	认缴出资额	认缴出资
		(万元)	比例	(万元)	比例
1	广东东箭汽车科技股份有限公司	3,000	100%	3,000	75%
2	新余东瀚	0	0	1,000	25%
合计		3,000	100%	4,000	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司为国内汽车后市场改装行业龙头企业，前瞻布局智能座舱电动门类，技术储备和专利积累优势明显，研发和设计能力突出，客户拓展顺利。截至 22 年底获得电动门类 36 个定点，大部分定点在 23 年放量，业绩增长确定。预计 2022-2024 年总营收分别达 17.76/22.49/28.05 亿元，增速分别为 9%/27%/25%，受疫情和原材料及海运费上涨的影响，2021 年公司产品毛利率处于低位，22 年随着二者影响减弱，公司整体毛利率有望提升。

1、传统后市场改装业务（国际市场）：包含车侧承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品、车顶装载系统产品和其他产品。公司传统业务产品以外销为主，主要销往北美后市场 ODM/OEM/OES 客户，美国汽车保有量稳定增长下，北美后市场改装行业空间同步增长；受国内疫情影响，公司产能及海外港口出口受影响，导致国际业务 22 年交付受影响，2022 年销量短期承压，预计增速为-26%；后续伴随着疫情缓解，业务逐步修复预计该业务 2023-2024 年营收增速分别为 10%/10%。受原材料及海运影响，预计 2022-2024 年海外业务毛利率为 35%。

2、传统后市场改装业务（国内市场）：包含车侧承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品、车顶装载系统产品和其他产品。除了原有的 4s 店销售模式，随着国内改装文化的兴起，后市场更在进一步扩容，公司积极构建 C 端品牌，形成门店+线上直接触达终端客户的营销方式，有望直接受益。因 2022 年物流及下游客户需求短期受到疫情影响，2022 年国内改装业务增速预计为-20%；后续伴随着疫情缓解及消费复苏，预计该业务 2023-2024 年营收增速分别为 13%/12%。受上游原材料涨价压力，2021 年毛利率低于历史水平，但原材料价格在 22Q2 开始回落，盈利能力修复，预计 2022-2024 年毛利率分别为 33%/33%/35%。

3、维杰子公司前装市场业务：业务范围包括国内、外整车零部件配套业务，为主机厂配套行李架、脚踏板、前后护板、排气管尾套、迎宾踏板等。维杰在保证传统燃油客户收入的基础上，积极发力新能源客户并开拓电池表面处理新业务，成功进入宁德时代产业链。维杰 2021 年营收 4.2 亿元，下游客户持续拓展至前装业务，预计 2022 年营收将增长至 4.5 亿元。基于下游客户结构持续优化，叠加产品品类加速拓展，预计维杰公司 2023-2024 年营收增速分别为 29%/14%。内资汽车零部件结构公司毛利率中枢在 18%左右，22 年受疫情影响毛利率稍低于中枢水平，预计为 17%，后续伴随电池盒表面处理服务业务放量，带动公司毛利率水平上行，预计 2023-2024 年毛利率分别为 20%/22%。

4、智能座舱业务：公司车载互联智能机电系统产品以电动门类产品为主，并积极拓延产品边界，产品矩阵包含汽车智能踏板、智能尾门、智能折叠后视镜、智能电吸门、智能车载空气净化器、智能并线辅助、智能尾门开启系统等。公司产品

主要销往国内前装 OEM 客户，随着下游新能源车渗透率的持续提升及客户快速放量，公司的大量定点在 23 年集中量产，因此预计公司智能机电业务 22-24 年营收将快速提升，我们预期该业务 2022-2024 年营收增速分别为 5%/107%/53%。公司智能座舱产品之前应用于后装市场，毛利率较高，自 22 年起发力前装市场（前装毛利率水平较低），同时，公司加大研发和产能投入，22 年整体受产能、利用、后装向前装切换等因素影响，预计毛利率降低至 10%，随 22 年获得订单在 23 年逐步落地，产能利用率提升，毛利率逐步修复，22-24 年分别为 10%/22%/30%。

表 1：营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
传统后市场改装业务（国际市场）				
收入	2.03	1.50	0.77	1.21
YOY	-8%	-26%	10%	10%
毛利率	46%	35%	35%	35%
传统后市场改装业务（国内市场）				
收入	11.20	8.96	10.12	11.34
YOY	16%	-20%	13%	12%
毛利率	22%	33%	33%	35%
维杰子公司前装市场业务				
收入	—	4.5	5.8	6.6
YOY	—	—	29%	14%
毛利率	—	17%	20%	22%
智能座舱业务				
收入	2.68	2.80	5.80	8.90
YOY	-7%	5%	107%	53%
毛利率	43%	10%	22%	30%
总营收				
收入	16.36	17.76	22.49	28.05
YOY	11%	9%	27%	25%
毛利率	28%	25%	27%	30%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

费用上，公司 2021 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.9%/8.4%/4.0%/1.5%，因公司传统业务稳定，智能座舱产品研发顺利，我们预计公司销售费用率、管理费用率将保持稳定状态，预计 2022-2024 年销售费用率分别为 7.8%/7.8%/7.8%；管理费用率分别为 8.1%/8.1%/8.1%；公司于 2022 年开启智能座舱前装业务，加大研发投入，故 22 年研发费用率同比增加 1pct，后续研发投入保持稳定，预计 22-24 年分别为 5.1%/5.1%/5.1%；财务费用率受汇率影响较大，后续随国际汇率趋稳，财务费用率保持稳定，预计 2022-2024 年分别为 -4.4%/0.3%/0.3%。

表 2：费用及费用率

项目/年度单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用	112.88	139.08	176.14	219.64
销售费用率	6.9%	7.8%	7.8%	7.8%
管理费用	137.66	143.03	181.15	225.89
管理费用率	8.4%	8.1%	8.1%	8.1%
研发费用	65.97	90.58	114.72	143.04
研发费用率	4.0%	5.1%	5.1%	5.1%
财务费用	24.47	-78.82	7.44	9.24
财务费用率	1.5%	-4.4%	0.3%	0.3%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

国内汽车后市场改装行业龙头企业，前瞻布局智能座舱电动门类，截至 22 年底获得电动门类 36 个定点，大部分定点在 23 年放量，业绩增长确定。公司传统主业为海外后市场业务，新拓展业务为智能座舱，故我们选择同为后市场的**兆丰股份**为可比公司，同时选取智能座舱的行业领先企业**德赛西威**作为可比公司：

1) 兆丰股份：公司专业生产第一、二、三代汽车轮毂轴承单元及各类精密轴承，产品广泛应用于各类中高级轿车及商务用车、卡车，以**境外后装市场**为主。

2) 德赛西威：公司是国际领先的移动出行科技公司之一，聚焦**智能座舱**、智能驾驶和网联服务三大领域的整合，为全球客户提供安全、舒适、高效的智慧出行解决方案。

可比公司 2022-2024 年 PE 估值的均值分别为 39/30/23 倍，公司 22-24 年 PE 估值分别为 77/48/25 倍，高于可比公司，但公司具有具备较强的电动门研发和制造技术壁垒，是国内少数具备制造电动剪刀门类产品总成的供应商，为细分领域稀缺标的。可比公司 2023 年 PEG 均值为 2.68，公司 2023 年 PEG 为 0.63，显著显著低于可比公司，成长性出色。随着公司智能座舱业务在 23 年开始量产，24 年利润弹性更大。

表 3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE			PEG
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E
300695.SZ	兆丰股份	47.30	2.17	2.27	2.62	22	21	18	4.58
002920.SZ	德赛西威	114.07	2.04	3.03	4.13	56	38	28	0.78
	可比公司均值		-	-	-	39	30	23	2.68
300978.SZ	东箭科技	14.58	0.19	0.3	0.59	77	48	25	0.63

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期；市值数据截至 2023 年 2 月 28 日）

4.3 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 17.76/22.49/28.05 亿元, 实现归母净利润 0.80/1.28/2.48 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 77/48/25 倍。公司为汽车后市场改装行业内资龙头, 新业务智能座舱电动门类 23 年放量增长确定, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) **新能源汽车销量不及预期**: 新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业扶持政策、消费者购买意愿等的影响, 存在不确定性;
- 2) **疫情不可控导致海运成本加剧**: 海外疫情影响海运价格, 影响公司利润;
- 3) **原材料成本超预期上行导致公司毛利率低预期**: 原材料持续上涨导致公司毛利承压, 影响利润。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,636	1,776	2,249	2,805
营业成本	1,176	1,388	1,621	1,921
营业税金及附加	14	16	21	26
销售费用	113	139	176	220
管理费用	138	143	181	226
研发费用	66	91	115	143
EBIT	125	15	156	294
财务费用	24	-79	7	9
资产减值损失	-25	-3	-4	-4
投资收益	24	-2	-2	-3
营业利润	129	89	143	278
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	126	89	143	278
所得税	9	9	15	28
净利润	117	80	128	249
归属于母公司净利润	116	80	128	248
EBITDA	199	100	263	422

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	801	754	604	656
应收账款及票据	478	450	569	710
预付款项	9	11	13	15
存货	316	317	370	439
其他流动资产	368	329	353	380
流动资产合计	1,973	1,861	1,910	2,200
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	328	399	461	497
无形资产	158	185	199	203
非流动资产合计	727	848	896	935
资产合计	2,699	2,709	2,805	3,135
短期借款	325	325	325	325
应付账款及票据	335	329	385	456
其他流动负债	399	347	289	345
流动负债合计	1,058	1,001	998	1,125
长期借款	10	43	43	43
其他长期负债	105	100	100	100
非流动负债合计	115	143	143	143
负债合计	1,173	1,144	1,142	1,268
股本	423	423	423	423
少数股东权益	9	9	10	11
股东权益合计	1,526	1,564	1,664	1,866
负债和股东权益合计	2,699	2,709	2,805	3,135

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.92	8.54	26.65	24.70
EBIT 增长率	-47.88	-88.07	945.69	88.62
净利润增长率	-39.24	-31.29	60.19	94.58
盈利能力 (%)				
毛利率	28.12	21.87	27.95	31.50
净利润率	7.08	4.48	5.67	8.85
总资产收益率 ROA	4.29	2.94	4.55	7.92
净资产收益率 ROE	7.64	5.12	7.71	13.38
偿债能力				
流动比率	1.86	1.86	1.91	1.96
速动比率	1.55	1.52	1.52	1.54
现金比率	0.76	0.75	0.61	0.58
资产负债率 (%)	43.47	42.25	40.70	40.46
经营效率				
应收账款周转天数	103.01	90.15	90.15	90.15
存货周转天数	98.16	84.28	84.28	84.28
总资产周转率	0.73	0.66	0.82	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.19	0.30	0.59
每股净资产	3.59	3.68	3.91	4.39
每股经营现金流	0.30	0.35	0.36	0.67
每股股利	0.10	0.07	0.11	0.21
估值分析				
PE	53	77	48	25
PB	4.1	4.0	3.7	3.3
EV/EBITDA	29.42	59.26	22.77	14.08
股息收益率 (%)	0.69	0.47	0.75	1.47

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	117	80	128	249
折旧和摊销	74	85	107	128
营运资金变动	-87	-7	-103	-117
经营活动现金流	125	150	154	284
资本开支	-95	-156	-155	-167
投资	-272	0	0	0
投资活动现金流	-343	-181	-157	-170
股权募资	329	0	0	0
债务募资	157	44	-101	0
筹资活动现金流	190	-16	-147	-63
现金净流量	-50	-47	-150	51

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 21 年成立智能座舱研究院, 服务一体两翼战略	4
图 3: 公司品牌矩阵	4
图 4: 公司传统业务主要产品	4
图 5: 公司智能座舱业务主要产品	4
图 6: 公司各产品营收变化	5
图 7: 公司各产品毛利率变化	5
图 8: 公司 2022 年营业收入基本平稳	5
图 9: 公司利润弹性较大, 近年承压, 边际修复开启	5
图 10: 2020H1 公司成本构成拆分, 原材料占据 61%	6
图 11: 2020H1 公司主营产品原材料构成占比	6
图 12: 22 年 5 月以来铁价和石油价格降幅显著 (左: 元/吨; 右: 美元/桶)	6
图 13: 中国至美国西海岸 (US) 集装箱运价 (\$)	6
图 14: 22Q1 毛利率达到拐点	7
图 15: 20 年销售费用率下降 5pct, 主要系公司 19 年开始调整客户战略	7
图 16: 22Q2 公司扣非净利率回升	8
图 17: 公司 21 年上市后摊薄 ROE	8
图 18: 扣非 ROE 22Q3 同比+2.7pct, 有望边际改善	8
图 19: 公司股权结构清晰, 实控人股权集中度高	9
图 20: 汽车后市场门类众多, 公司聚焦汽改业务	10
图 21: 美国汽车保有量逐年递增 (亿辆)	10
图 22: 美国汽车改装市场稳定增长 (亿美元)	10
图 23: 2021 年中美劳动人口平均时薪对比 (美元)	12
图 24: 公司以外销为主, OEM 客户占比稳定(2020H1)	12
图 25: 公司业务全球布局	12
图 26: 海外营收稳中有升 (单位: 亿元)	12
图 27: 2020 年以来国内多款越野新车上市	13
图 28: 国内汽车后市场加速增长 (单位: 亿元)	13
图 29: 2022 年 1-9 月国内后市场业务结构	13
图 30: 用户获取汽车后市场相关信息的渠道	14
图 31: 通过网上预约或购买过汽车服务的人数占比	14
图 32: 锐搏探索 C 端新模式	15
图 33: 公司已经在全国多地设立 C 端门店, 直达终端消费者	15
图 34: 维杰汽车产品结构	16
图 35: 维杰汽车客户结构	16
图 36: 产品对应客户情况	16
图 37: 维杰汽车研发实力	17
图 38: 维杰汽车工艺领先	17
图 39: 维杰汽车期间费率及预测	17
图 40: 动力电池铝壳表面处理工艺	18
图 41: 维杰汽车表面处理工艺积累	18
图 42: 维杰汽车助力公司开拓国内前装个性化外饰业务	19
图 43: 维杰汽车 22H1 净利率开始反弹	19
图 44: 智能座舱 PUI 布局	20
图 45: 汽车电动门发展迈向 4.0 时代	20
图 46: 新能源 SUV 配置带动传统车型提升	21
图 47: 新势力轿车配置明显高于传统外资/合资品牌	21
图 48: 我们预测 2025 年电动门市场空间或达 232.1 亿元, 2022-2025CAGR 为 34%	22
图 49: 公司智能座舱产品布局	24
图 50: 智能座舱产品节奏	24
图 51: 电动侧开门结构图	24
图 52: 电动尾门主要零部件	24
图 53: 公司获得华为智能汽车解决方案优秀合作伙伴	25
图 54: 公司获得华为优秀合作伙伴奖	25

图 55: 维杰助力公司步入前装, 丰富公司电动门类客户矩阵.....26

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司与主要竞争对手特点对比和外销业务对比.....	11
表 2: 国内汽车后市场上市公司主营业务差别显著, 竞争格局分散.....	14
表 3: 普通轿车与 SUV 在不同价格带的渗透率.....	21
表 4: 国际巨头绑定传动外资/合资品牌厂商	22
表 5: 本土企业借新势力破局, 产品各有特点	23
表 6: 公司发明专利布局齐全, 覆盖电动门类核心零部件	25
表 7: 截至 22 年底, 公司智能座舱相关产品已获得主机厂前装定点项目 36 个	26
表 8: 公司管理层及核心骨干合计增资 1000 万元	27
表 1: 营业收入及毛利率拆分	29
表 2: 费用及费用率	30
表 3: 可比公司 PE 数据对比.....	31
公司财务报表数据预测汇总.....	34

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026