

万通智控 (300643.SZ)

不断进阶的汽车电子公司

TPMS 业务快速发展，车联网业务开始发力，公司进入新的成长阶段。

- **公司 TPMS 业务将持续快速发展，车联网业务进入收获期。**公司成立 30 年，从气门嘴起家，后进入 TPMS 后装市场（连续多年收入增幅超过 40%）；后开拓车联网业务，全球首次成功开发基于 PPM 传输协议的 TPMS 以及 T-Box 产品，并与 2021 年实现批量交付。公司业务能力从单一机械加工，逐步扩张至包含电子制造、软件编写调试等范围的高端制造，产品价值量及盈利能力显著提升。鉴于公司新业务已进入放量周期，且估算公司 tpms+车联网贡献利润占比超过 50%（母公司 21 年利润约 7000 万），公司进入发展快车道。
- **预计公司 TPMS 业务未来 3 年复合增速约为 45%。**我国 TPMS 后装业务 25 年市场规模有望达到 46.8 亿元，GAGR 为 38.5%，全球后装市场规模约为 59.74 亿元，空间广阔。公司产品实现了 95% 车型协议解码，一个器件多用，同时开发 APP，可用手机、平板等非专业设备对 TPMS 进行编程，方便下游使用。公司与后市场品牌服务商紧密合作，开拓了 31Inc.、Tyresure、REMA、JohnDow、JS 等售后服务商并在沃尔玛、Firestone 等大型连锁品牌公司实现销售，渠道成熟。公司 tpms 及相关业务 21 年收入 1.86 亿元，鉴于目前市场空间广阔，公司竞争优势强，预计将维持快速发展。
- **车联网业务进入放量阶段，中期存量空间约 200-300 亿元，长期空间广阔。**车联网目前产品为基于 PPM 协议的 TPMS 以及用于配套的 T-box。公司 PPM 传感器目前是全球独家低功耗 TPMS 产品，安装与维护方便，同时可以延长寿命到 10 年，结合公司 T-box 形成完整解决方案。目前产品应用场景主要在重卡层面，已经进入可口可乐、亚马逊等著名车队客户批量使用。全球重卡保有量约 1000 万台，按照单车价值量 2000-3000 元计算，大致存量空间在 200-300 亿元。长期看车联网市场空间高达万亿，公司深耕其中，空间广阔。
- **重卡软管及气门嘴稳定。**软管业务因为下游客户优质，历史回溯营收与利润较行业稳定。气门嘴业务较为传统，客户需求稳定，预计也将维持稳定。
- **首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。**预计 22-24 年公司归母净利润为 1.56/2.30/3.24 亿元，yoy 分别为 41.2%/48.0%/40.6%，净利率分别为 12.6%/15.3%/17.4%，EPS 分别为 0.68/1.00/1.41，当前市值对应 PE 约为 17.06/11.60/8.23 倍，给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：疫情反复影响生产与交付、重卡波动超预期、竞争格局恶化。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	789	1023	1231	1509	1859
同比增长	72%	30%	20%	23%	23%
营业利润(百万元)	46	127	178	263	370
同比增长	112%	175%	41%	48%	40%
归母净利润(百万元)	36	110	156	230	324
同比增长	83%	203%	41%	48%	41%
每股收益(元)	0.16	0.48	0.68	1.00	1.41
PE	73.4	24.2	17.1	11.6	8.2
PB	5.8	3.2	3.3	2.7	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐-A (首次)

中游制造/汽车

目标估值：NA

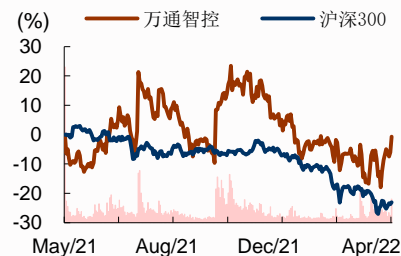
当前股价：11.6 元

基础数据

总股本(万股)	23000
已上市流通股(万股)	23000
总市值(亿元)	27
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	14.0
资产负债率	37.1%
主要股东	杭州万通智控控股有限公司
主要股东持股比例	43.69%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	-15	4
相对表现	18	3	24



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

董瑞斌 S1090516030002

✉ dongrubin@cmschina.com.cn

正文目录

一、 万通智控：不断进阶的汽车电子公司	5
1、 气门嘴起家，TPMS 高增，车联网开始贡献收入和利润	5
2、 财务分析：公司业绩高速增长	6
3、 股权结构：定增引入国资	7
二、 TPMS 业务：后装市场带动行业整体增长	8
1、 TPMS（胎压监测系统）：汽车三大安全系统之一	8
2、 TPMS 市场现状：全球市场仍以外资为主，国内市场仍有整合空间	9
3、 TPMS 乘用车市场空间：我国 2025 年有望达到 69.96 亿元，CAGR 约 19.7%	11
(1) 我国 2025 年有望达到 69.96 亿元，CAGR 约 19.7%	11
(2) 预计 2025 年全球市场空间超过 153 亿，后装市场大于前装	14
4、 前装与后装并进，公司 TPMS 业务未来可期	15
三、 车联网业务：汽车智能化大势所趋，公司相关业务深度受益	17
1、 智能网联渗透率持续提升，2015-2025 年全球市场空间 CAGR 有望达到 20.2%	17
2、 受益于车联网的快速发展，预计全球 20-25 年 T-Box 市场空间 CAGR 达 22.1%	18
3、 公司车联网业务未来两年有 4 倍以上的收入增长空间	20
四、 解耦管路业务：重卡排气管路系统第一，有望受益于排放标准升级	21
五、 盈利预测与估值	23
1、 盈利预测	23
2、 估值	24
六、 风险提示	24

图表目录

图 1：公司业务发展历史	5
图 2：2021 年公司内外销占比	6
图 3：2021 年公司产品结构	6
图 4：公司营业收入（百万元）	6
图 5：公司归母净利润（百万元）	6
图 6：公司费用率情况	7
图 7：经营性现金流流入/营业收入	7

图 8: 经营性现金流流入/营业收入.....	8
图 9: TPMS 安装位置.....	8
图 10: 中国由爆胎引起的高速公路交通事故占比.....	9
图 11: 美国由爆胎引起的高速公路交通事故占比.....	9
图 12: TPMS 工作流程.....	9
图 13: 全球 TPMS 市场份额 (2018)	10
图 14: 我国 TPMS 市场份额 (2018)	10
图 15: TPMS 芯片竞争格局	10
图 16: 2019 年我国 TPMS 企业市场份额均有所提升	11
图 17: 我国乘用车 TPMS 渗透率	12
图 18: 全球 TPMS 市场份额 (2018)	12
图 19: 我国 TPMS 市场份额 (2018)	12
图 20: 我国乘用车 TPMS 市场空间 (亿元)	14
图 21: 全球乘用车产量预计 (万辆)	14
图 22: 全球乘用车产量预计 (万辆)	15
图 23: 后装企业 (道通、万通) 毛利率高于前装市场 (保隆科技)	16
图 24: 公司部分客户.....	16
图 25: 公司可编程传感器产品.....	17
图 26: 我国车联网市场空间 (亿元)	18
图 27: 全球车联网市场空间 (亿元)	18
图 28: 我国车联网渗透率	18
图 29: 全球车联网渗透率	18
图 30: T-Box 在车联网中的应用图例	19
图 31: 我国车联网市场空间 (亿元)	20
图 32: 全球车联网市场空间 (亿元)	20
图 33: T-Box 在车联网中的应用图例	20
图 34: 公司车联网传感器产能利用情况	21
图 35: 公司车联网通讯终端产能利用情况.....	21
图 36: T-Box 在车联网中的应用图例	21
图 37: 我国商用车销量 (万辆)	22
图 38: 全球商用车销量 (万辆)	22
图 39: 公司商用车解耦管路系统客户 (部分)	23

表 1: 部分国内外 TPMS 芯片产商产品对比	10
表 2: 全球 TPMS 安装政策.....	11
表 3: 我国近期对汽车产业的扶持政策	12
表 4: 我国 TPMS 前装市场空间测算	13
表 5: 我国乘用车 TPMS 后装市场空间测算	13
表 6: 世界 TPMS 前装市场空间测算 (不含中国)	14
表 7: 世界 TPMS 后装市场空间测算 (不含中国)	15
表 8: 公司多功能传感器覆盖品牌.....	17
表 9: T-Box 的功能介绍.....	19
表 10: 国六排放标准实施时间以及应用车型范围.....	22
表 11: 国五、国六排放标准物限值对比	22
表 12: 销售收入结构预测 (百万元)	23
附: 财务预测表	25

一、万通智控：不断进阶的汽车电子公司

1、气门嘴起家，TPMS 高增，车联网开始贡献收入和利润

万通智控全称万通智控科技股份有限公司，主要从事轮胎气门嘴、轮胎气压监测系统（TPMS）以及相关工具及配件的研发生产以及销售。公司前身由临平配件厂与德安国际于 1993 年共同出资，成立中外合资企业万通有限。2015 年，经公司股东大会批准，公司整体变更为股份有限公司。经过多年的发展，公司已经成为我国领先的气门嘴专业制造商，在 AM 市场（售后服务市场）与 OEM 市场（整车配套市场）与众多知名企业建立了稳定的合作关系，公司凭借优质的产品以及先进的技术多次多次获得“高新技术企业”、“行业龙头标杆企业”、“杭州市著名商标”、“进出口名牌”等荣誉，在行业具有较高的地位以及影响力。

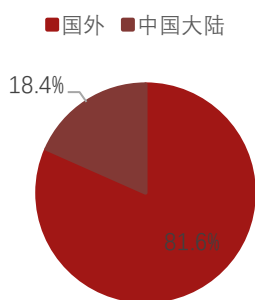
图 1：公司业务发展历史



资料来源：公司招股说明书、公司年报、公司公告、招商证券整理

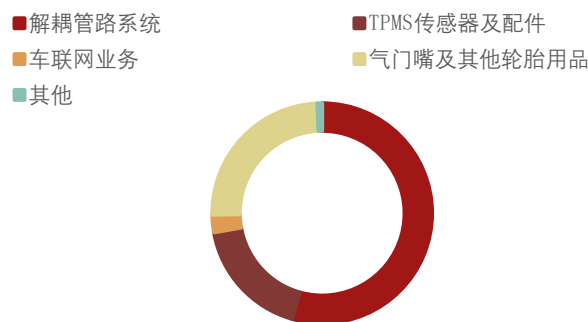
公司代表性产品为各类轮胎气门嘴，以 TPMS 以及车联网为代表的新兴业务快速成长。公司自成立以来便始终致力于轮胎气门嘴的研发、生产与销售，并根据传统气门嘴的生产经验将自身业务领域扩张到 TPMS 领域。作为汽车零部件企业，公司主要在 OEM 市场服务于整车制造商以及其一级供应商，在 AM 市场向各大汽车售后服务提供商供货。公司在两类市场均与行业头部客户建立了稳定的合作关系：在 OEM 市场，公司是沃尔沃集团、戴姆勒集团、上汽集团、北汽集团、长安集团等诸多知名整车厂配套供应商，与普利司通、中策集团、固特异、Prometeon、Haltec 等汽车零部件一级供应商建立了合作关系。在售后服务市场（AM 市场），公司各类产品多年来畅销于全球主要市场，公司与 Italmatic、Bartec、REMA 等品牌售后服务商开展紧密合作。2019 年公司通过收购 WMHG 公司获得排气管路系统及解耦元件业务，再度实现自身业务领域的重大扩张。当前，公司产品已成功进入北美、欧洲等发达国家市场，并努力在以我国为代表的发展中国家市场扩张。

图 2：2021 年公司内外销占比



资料来源：Wind、招商证券

图 3：2021 年公司产品结构



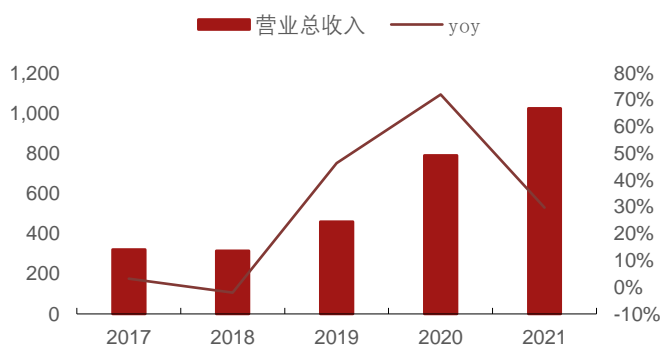
资料来源：Wind、招商证券

2、财务分析：公司业绩高速增长

2019-2020 年公司收入大幅增长，主要受益于 WMHG 并表；21 年增长来源为 TPMS 与车联网业务。公司 2017 年营业收入为 3.2 亿元，2019 年起公司开始并表 WMHG 推动业绩增速提高，2020 年增长至 7.9 亿元。公司 2021 年实现收入 10.23 亿元，2017-2021 年 CAGR 约为 33.7%。

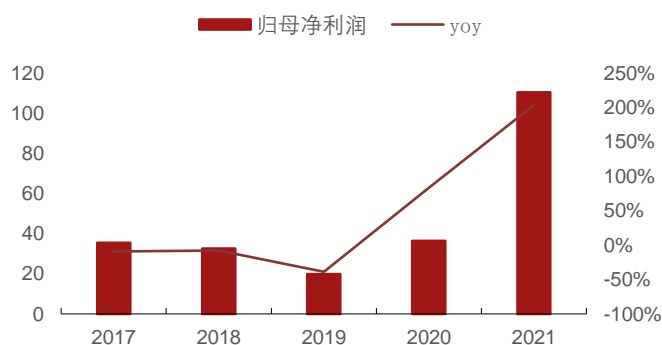
公司 21 年利润大幅增长，2019 年由于并购支出较多的中介费用导致利润下滑。公司 2017-2018 年净利润基本稳定，分别达到 0.35/0.32 亿元，2019 年由于并购 WMHG 公司支出了较多的中介费用导致归母净利润同比下滑 38.9%至 0.20 亿元，2020 年回升至 0.36 亿元，同比增长 83.3%。公司 2021 年实现归母净利润 1.1 亿元，同比大幅增长 203.2%。

图 4：公司营业收入（百万元）



资料来源：Wind、招商证券

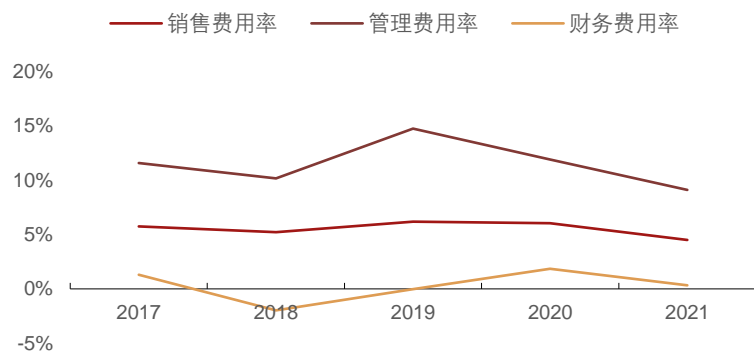
图 5：公司归母净利润（百万元）



资料来源：Wind、招商证券

受到收购相关支出影响，公司费用率波动较大，后续开始稳定。细分来看，公司销售费用率整体保持在 6% 以下波动较小，财务费用率整体处于低位，其中 2020 年公司财务费用率由 2019 年的 0% 提升至 1.9%，主要系 2019 年四季度实施重大资产收购而取得银行长期借款以及当年外汇汇率变动影响汇兑损益导致。2017-2020 年公司管理费用率分别为 11.6%/10.2%/14.8%/11.9%，其中 2020 年公司管理费用率较高主要是由于公司实施重大资产收购而支付了大量的中介机构费用。2021 年，公司费用率整体下降，销售费用率由 6% 下降至 4.5%，管理费用率由 11.9% 下降至 9.1%，财务费用率由 1.9% 下降至 0.3%。

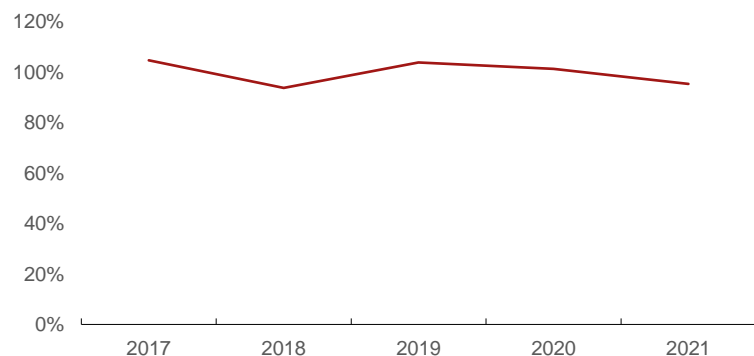
图 6：公司费用率情况



资料来源：Wind、招商证券

公司经营性现金流流入情况较好，营收质量较高。2016-2020 年公司经营性现金流流入/营业收入水平分别为 104.6%/93.7%/103.8%/101.2%/95.3%，多年来始终保持在 93%以上，体现出公司较高的营收质量。

图 7：经营性现金流流入/营业收入



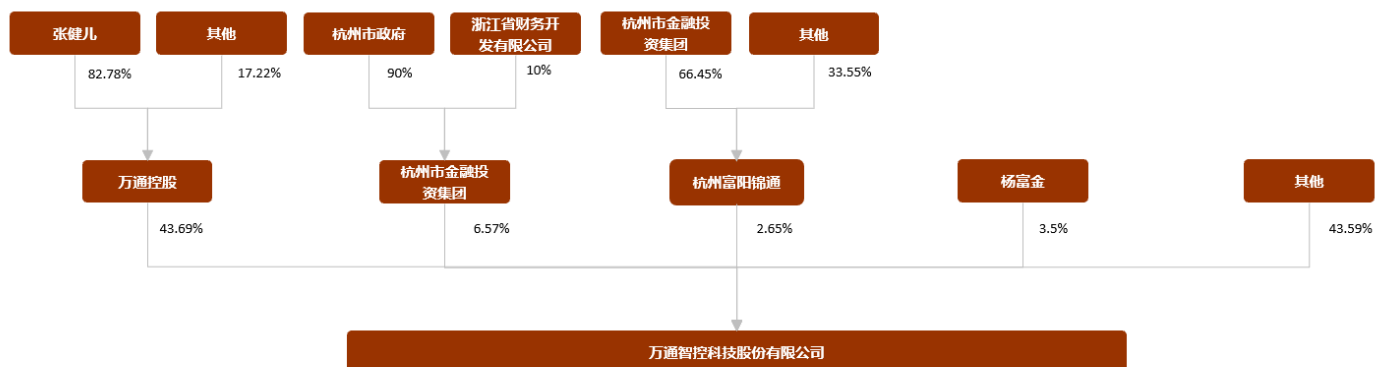
资料来源：Wind、招商证券

3、股权结构：定增引入国资

公司股权较为集中，实控人行业经验丰富。张健儿先生通过控股万通控股间接控制公司 43.69%的股权，为公司实际控制人。张健儿先生自公司成立之初便担任公司董事长以及总经理至今，此前（1981-1996 年）曾临平金属配件厂工人、科长、副厂长、厂长等职务，具有从基层工人起步的实干经验。

公司于 2021 年通过定向增发引入杭州市政府作为公司股东，有利于进一步优化公司股权结构，有望进一步打开公司未来发展空间。

图 8：经营性现金流流入/营业收入



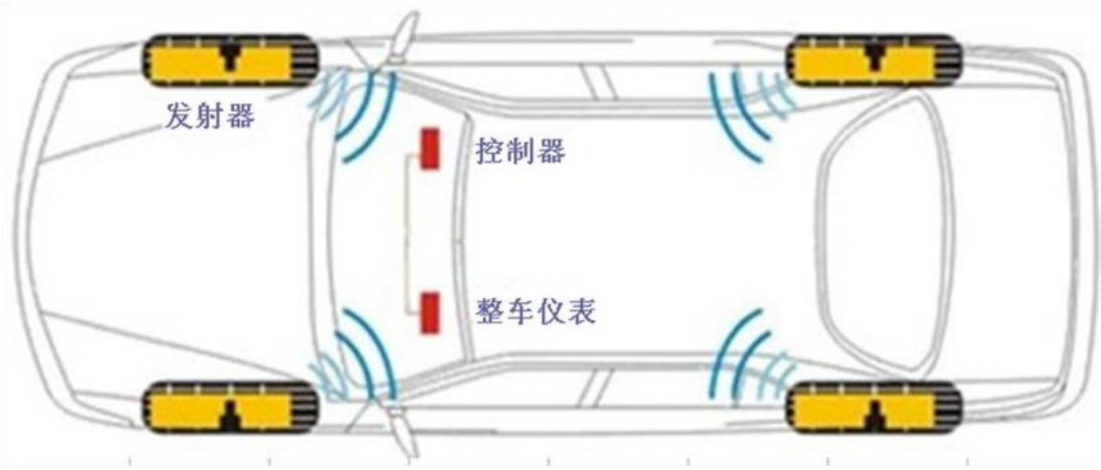
资料来源：Wind、招商证券

二、TPMS 业务：后装市场带动行业整体增长

1、TPMS（胎压监测系统）：汽车三大安全系统之一

TPMS 与 ABS（防抱死系统）以及安全气囊共同作为汽车三大安全系统对行车安全起到至关重要的作用。TPMS 是通过安装在车轮内的高灵敏度微型无线传感装置通过无线传感技术将汽车轮胎的压力、温度等重要数据以数字化的形式呈现在驾驶室内供驾驶员读取，并能够在数据异常时对驾驶员进行主动提醒（语音、蜂鸣等形式）。根据公司招股书披露的数据，我国与美国分别有 70% 与 80% 在高速公路上发生的交通事故是由爆胎引起的，因此 TPMS 对胎压的检测功能以及异常提醒对行车安全具有重要意义。

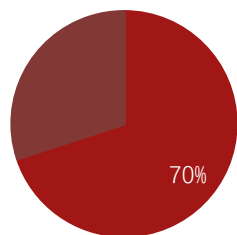
图 9：TPMS 安装位置



资料来源：保隆科技招股说明书、招商证券

图 10：中国由爆胎引起的高速公路交通事故占比

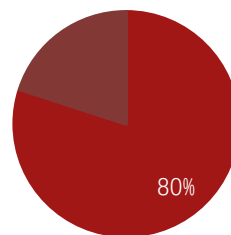
■爆胎引起的高速公路事故率 ■其他原因



资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 11：美国由爆胎引起的高速公路交通事故占比

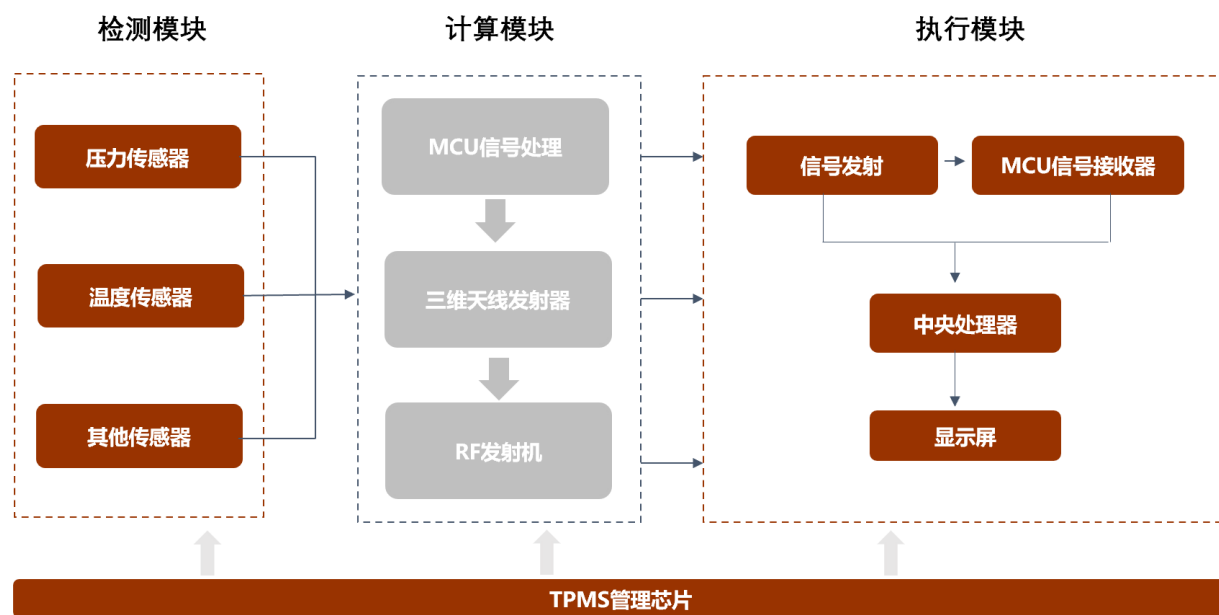
■爆胎引起的高速公路事故率 ■其他原因



资料来源：公司招股说明书、招商证券

TPMS 由发射器、控制器以及显示界面三部分构成监测模块、计算模块以及执行模块以共同完成安全保护。其中 1) 检测模块：包含各类传感器（包括温度传感器、加速度传感器、转速传感器等），该模块通过传感器监测轮胎实时信息，经模数转换电路转化后传送给执行模块。2) 处理计算模块：集成了低频和射频通信技术的 MCU、三维发射天线以及 RF 发射单元，其中 MCU 处理负责处理传感器传达的实时信息，并通过 RF 发射单元发送给接收器。接收模块包括天线、MCU 和显示器等。3) 接收模块：由天线、MCU 和显示器等器件构成，主要负责接收信息并通知驾驶员。

图 12：TPMS 工作流程



资料来源：头豹研究院、招商证券

2、TPMS 市场现状：全球市场仍以外资为主，国内市场仍有整合空间

全球市场寡头垄断，国内市场仍有较大外资占比。根据华经产业研究院数据，2018 年森萨塔占据了全球 TPMS 市场约 55% 的份额，处于垄断地位，大陆与太平洋工业分别占据 23% 与 11%，位列第二名与第三名，全球 TPMS 市场 CR3 高达 89%，处于寡头垄断格局；国内方面，保隆科技为我国第一大 TPMS 供应商，占据约 29% 的市场份额，大陆与森纳塔分别占据 20% 与 19% 的市场份额，位列第二与第三。

图 13: 全球 TPMS 市场份额 (2018)

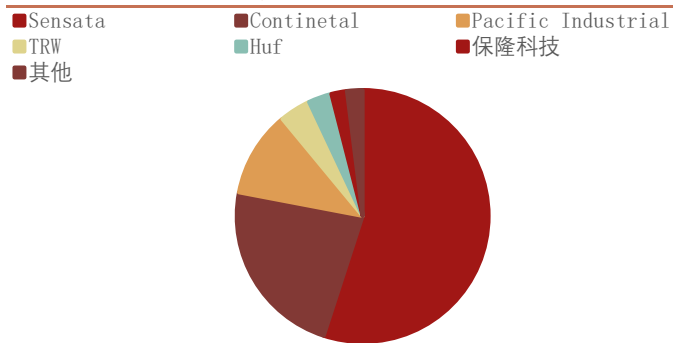
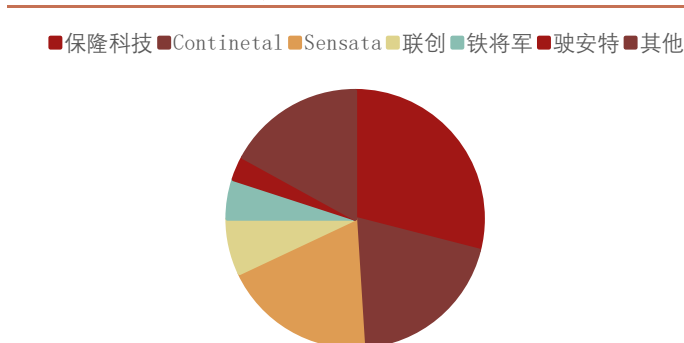


图 14: 我国 TPMS 市场份额 (2018)

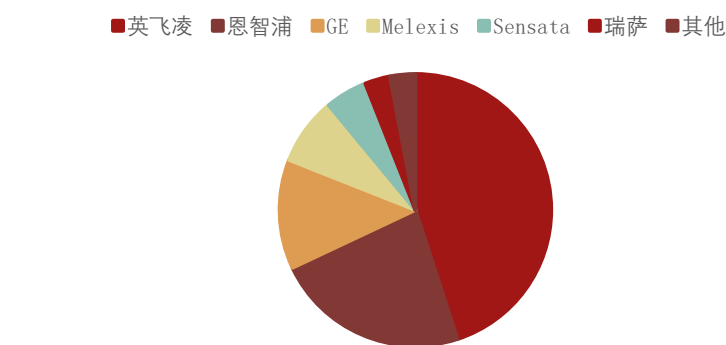


资料来源: 华经产业研究院、招商证券

资料来源: 华经产业研究院、招商证券

TPMS 上游芯片领域市场集中度较高, 仍然以外资品牌为主。从产业链的角度来看, TPMS 产业链上游具备较高的技术壁垒, 主要为芯片、传感器等部件, 普通玩家很难进入, 而国际大厂技术积累深厚, 具备较高的口碑以及强大的综合实力, 在市场总具备较强的竞争力。根据头豹研究院数据, 2019 年全球 TPMS 芯片 CR3 高达 81%, 其中英飞凌一家占据了 45% 的市场份额, 已形成寡头垄断的竞争格局。

图 15: TPMS 芯片竞争格局



资料来源: 头豹研究院、招商证券

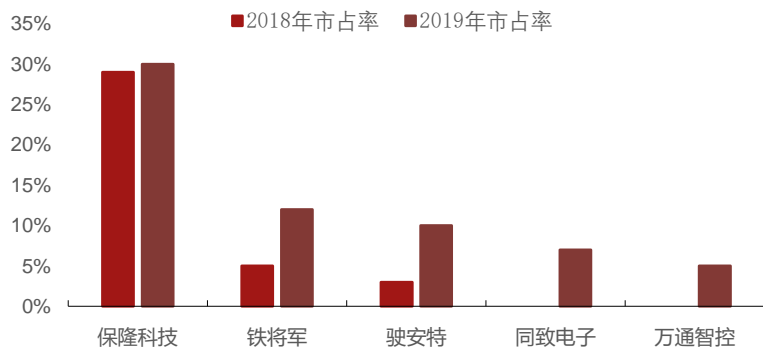
国产芯片突破有望加速产业链向中国转移, 国产 TPMS 产商有望提升市场份额。芯片约占 TPMS 芯片约 46% 的制造成本, 是 TPMS 中成本占比最高的物料之一。经过多年发展, 我国国产 TPMS 芯片不断突破, 部分厂商生产的芯片已通过车规级认证并具备了量产能力, 部分性能参数可比肩海外大厂。我们认为随着国产厂商技术的不断进步以及国家政策扶持, 国产芯片有望不断实现技术突破并提供高性能、低成本的 TPMS 芯片解决方案。考虑到芯片具有较高的制造成本, 因此芯片端的突破有望推动我国企业在 TPMS 产业链的占比, 加速产业链的转移。当前我国 TPMS 企业市场份额仍然较小, 具备较强竞争力的厂商有望快速成长。

表 1: 部分国内外 TPMS 芯片产商产品对比

项目	推出年份	产品	参考价	传感器	市场情况
英飞凌	2010	SP370-23-106-0	46 元/颗	压力、温度、加速度、电压	全球垄断厂商
恩智浦	2015	FXTH871502DT1	27 元/颗	压力、温度、加速度、电压	全球垄断厂商
	2016	FXTH8715117T1	61 元/颗	压力、温度、双轴加速度、电压	
广东合微	2016	HIWAY800	—	压力、温度	已量产
瑞捷电子	2017	SNP70X	—	压力、温度	已量产 30 万颗。获得 OEM 订单
四维图新	2018	AC5111	—	压力、温度	已量产

资料来源：企业官网、头豹研究院、招商证券

图 16：2019 年我国 TPMS 企业市场份额均有所提升



资料来源：华经产业研究院、头豹研究院、招商证券

3、TPMS 乘用车市场空间：我国 2025 年有望达到 69.96 亿元，CAGR 约 19.7%

(1) 我国 2025 年有望达到 69.96 亿元，CAGR 约 19.7%

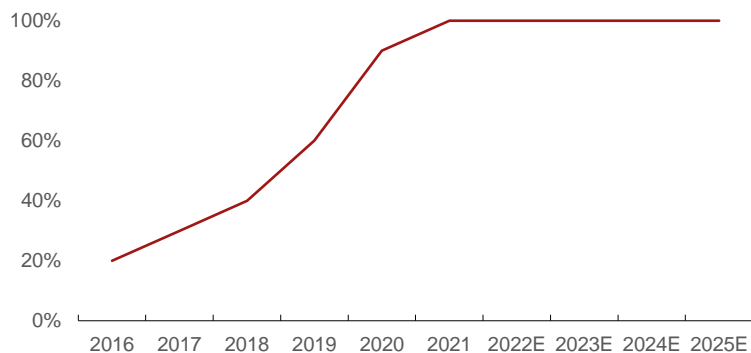
渗透率：强制安装法规推动 TPMS 渗透率迅速提升。由于 TPMS 能够有效减少因胎压异常导致的交通事故，欧盟、美国以及韩国等大部分的发达国家以及地区均先后出台了 TPMS 强制安装的法案，我国也在 2017 年 10 月份正式批准了《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》，强制要求自 2019 年 1 月 1 日起，中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS；自 2020 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车均要求强制安装 TPMS，在相关法案的推动下，我国乘用车 TPMS 渗透率迅速提升，2022 年将达到 100%。

表 2：全球 TPMS 安装政策

国家	相关法案发布时间	法案内容
美国	2005.4	新出厂的轻型汽车 TPMS 装配率分为三个阶段。2005 年 10 月 5 日起达到 20%，2006 年 9 月 1 日起达到 70%，2007 年 9 月 1 日起达到 100%。
欧盟	2009.7	自 2012 年 11 月 1 日之后，对于未装配 TPMS 的乘用车新车型不予认证，2014 年 11 月 1 日之后，对于未装配 TPMS 的乘用车不允许销售和注册。
韩国	2010.7	所有乘用车和总重≤3.5 吨的车辆必须按照以下时间节点要求安装 TPMS：新车型从 2013 年 1 月 1 日起；所有车型从 2014 年 6 月 30 日起、
中国台湾	2013.11	从 2013 年 11 月 1 日起，在 M1 和 N1 类车型强制安装 TPMS，2015 年 7 月 1 日起各形式的 M1 和 N1 应安装 TPMS。
中国大陆	2017.10	自 2019 年 1 月 1 日起，中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS；自 2020 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车均要求强制安装 TPMS

资料来源：中国产业信息网、公司招股说明书、招商证券

图 17: 我国乘用车 TPMS 渗透率



资料来源: 华经产业研究院、头豹研究院、招商证券

乘用车产量: 我们认为, 我国汽车行业经过多年的发展已进入成熟期, 但国家出台的一系列汽车产业扶持政策有望推动汽车行业在未来整体保持正增长, 因此我们假设汽车产量未来以 2% 的速度增长。

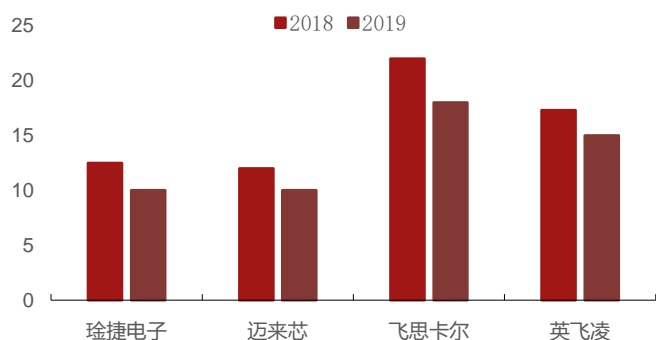
表 3: 我国近期对汽车产业的扶持政策

时间	相关政策/意见	发布部门	具体内容
2020 年 3 月 31 日	三大举措促进汽车消费	国务院	<ul style="list-style-type: none"> 新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年。 支持京津冀等重点地区淘汰“国 III”及以下排放标准柴油货车。 是对二手车经销企业销售旧车, 从 2020 年 5 月 1 日至 2023 年底减按销售额 0.5% 征收增值税
2020 年 3 月 13 日	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	国家发展改革委等 23 部门	<ul style="list-style-type: none"> 促进汽车限购向引导使用政策转变, 鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额
2020 年 2 月 24 日	《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》	工信部	<ul style="list-style-type: none"> 要积极稳定汽车等传统大宗消费, 鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额,

资料来源: 公司定增公告、招商证券

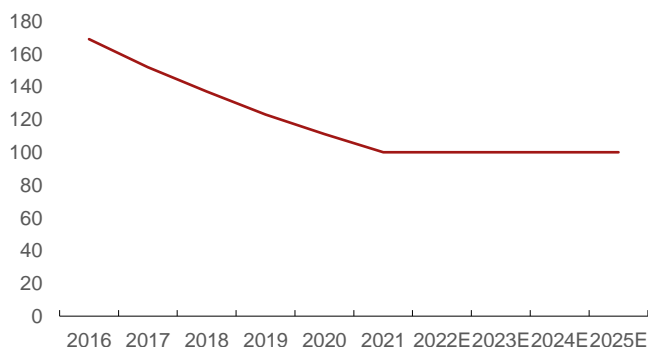
TPMS 单价价值量: 根据华经产业研究院数据, TPMS 前装单车价值量整体呈现下降趋势, 我们认为主要原因包括: 1) 零部件尤其是芯片端的国产厂商为了与国际大厂竞争通常会采取低价策略, 从而导致 TPMS 芯片价格整体出现下跌, 从而传导至 TPMS 产品整体价格; 2) 由于强制安装政策导致行业提前进入高速发展阶段, 新进入者的出现加剧了市场竞争, 为了抢夺市场份额 TPMS 厂商同样采取低价抢市场的策略从而进一步拉低了行业整体价格。我们认为, 随着前装市场渗透率提升至 100%, 市场竞争将有望回归理性, 产品价格下降趋势有望放缓, 预计 2021-2025 年 TPMS 前装单车价值量有望保持在 100 元左右。

图 18: 全球 TPMS 市场份额 (2018)



资料来源: 爱采购、企业官网、头豹研究院、招商证券

图 19: 我国 TPMS 市场份额 (2018)



资料来源: 草根调研、招商证券

市场空间计算

- a) 前装市场空间=乘用车产量*渗透率*TPMS 单车价值量,2016 年我国 TPMS 前装市场空间约为 8.3 亿元,2021 年增长至 21.4 亿元, CAGR 约为 20.9%;
- b) 后装市场:考虑到 TPMS 更新周期约为 5 年,因此 2021 年需更新 TPMS 的车辆数量约为 2016 年产量*TPMS 渗透率, 后续年份以此类推, 因此 21-25 年我国需要更新 TPMS 的乘用车数量分别为 488.4/744.2/941.1/1281.6/1799.5 万辆。我们根据部分后装市场为主的 TPMS 企业产品单价, 预计后装市场单车价值量约为 260 元左右,假设该价格保持稳定则对应后装 TPMS 市场空间约为 12.7/19.3/24.5/33.3/46.8 亿元, 2021-2025 年 CAGR 约为 38.5%。
- c) 乘用车 TPMS 总空间:我们预计 2021 我国乘用车 TPMS 空间约为 34.11 亿元, 2025 年预计增长至 69.96 亿元, CAGR 约为 19.7%。

表 4: 我国 TPMS 前装市场空间测算

年份	乘用车产量 (万辆)	渗透率	TPMS 单车价值量	市场空间 (亿元)	YoY
2016	2442.1	20%	169	8.3	
2017	2480.7	30%	152	11.3	37.1%
2018	2352.9	40%	137	12.9	13.8%
2019	2136.0	60%	123	15.8	22.6%
2020	1999.4	90%	111	20.0	26.4%
2021	2140.8	100%	100	21.4	7.1%
2022E	2183.6	100%	100	21.8	2.0%
2023E	2227.3	100%	100	22.3	2.0%
2024E	2271.8	100%	100	22.7	2.0%
2025E	2317.3	100%	100	23.2	2.0%

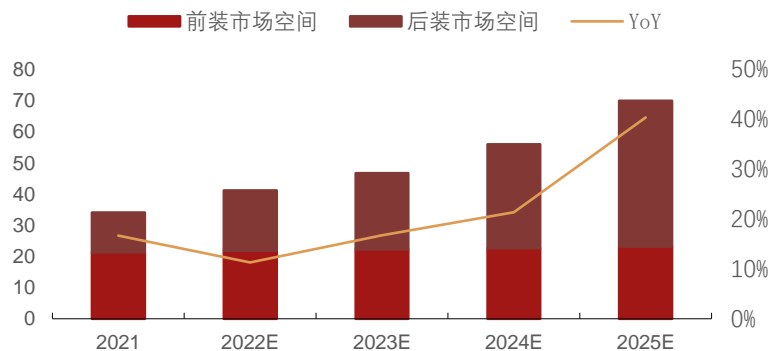
资料来源: 华经产业研究院、中汽协、草根调研、招商证券测算

表 5: 我国乘用车 TPMS 后装市场空间测算

年份	后装需求 (万辆)	TPMS 单车价值量 (元)	市场空间 (亿元)	YoY
2021E	488.4		12.7	
2022E	744.2		19.3	52.4%
2023E	941.1	260	24.5	26.5%
2024E	1281.6		33.3	36.2%
2025E	1799.5		46.8	40.4%

资料来源: 华经产业研究院、中汽协、草根调研、招商证券测算

图 20: 我国乘用车 TPMS 市场空间 (亿元)



资料来源: 招商证券测算

(2) 预计 2025 年全球市场空间超过 153 亿, 后装市场大于前装

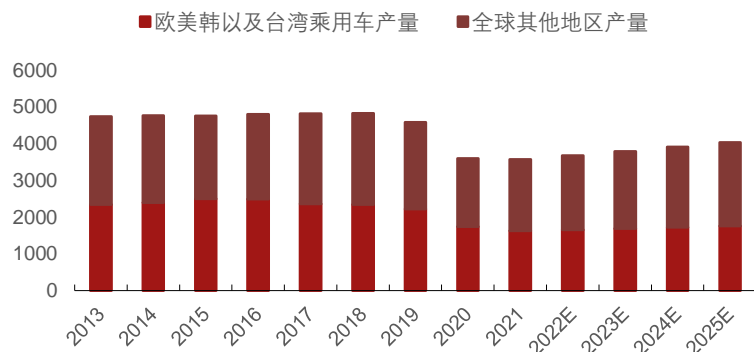
假设 1: 考虑到欧盟、美国、韩国、中国台湾等发达国家和地区均已经强制安装 TPMS, 因此我们假设对应国家与地区乘用车 TPMS 的渗透率为 100%, 其余地区 2021 年乘用车 TPMS 的渗透率为 15%, 且每年提高 1%。

假设 2: 发达国家地区汽车产业都已经进入成熟市场, 假设欧、美、韩以及中国台湾未来产量增速为 2%, 世界其余地区产量增速为 4%。

假设 3: 假设海外 TPMS 单车价值量高 10%。

假设 4: 全球 TPMS 更新周期也为 5 年

图 21: 全球乘用车产量预计 (万辆)



资料来源: Wind、招商证券

全球 (不含中国) TPMS 后装市场整体大于前装市场。我们预计全球 (不含中国) 2021-2025 年 TPMS 前装市场空间有望达到 21.04/21.75/22.48/23.25/24.06 亿元, 同期后装市场空间分别有望达到 81.15/78.64/78.95/75.52/59.74 亿元。

表 6: 世界 TPMS 前装市场空间测算 (不含中国)

年份	欧美韩台乘用车产量 (万辆)	渗透率	全球其他地区乘用车产量 (万辆)	渗透率	TPMS 单车价值量	市场空间 (亿元)	YoY
2021	1621.2	100%	1943.4	15%	110	21.04	
2022E	1653.7	100%	2021.1	16%	110	21.75	3.36%
2023E	1686.7	100%	2102.0	17%	110	22.48	3.39%

2024E	1720.5	100%	2186.1	18%	110	23.25	3.42%
2025E	1754.9	100%	2273.5	19%	110	24.06	3.45%

资料来源：华经产业研究院、中汽协、招商证券测算

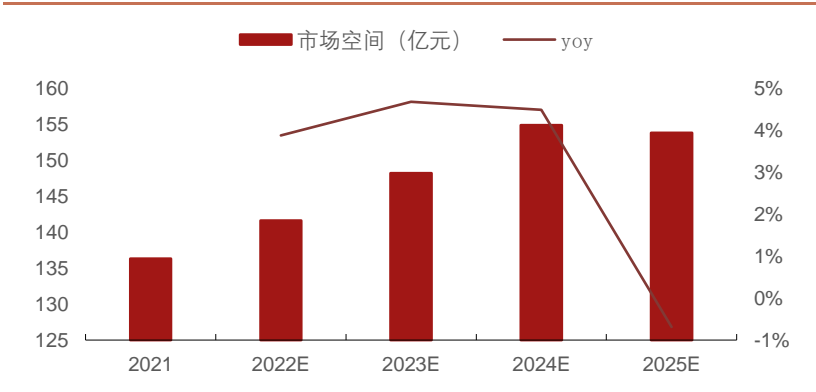
表 7：世界 TPMS 后装市场空间测算（不含中国）

年份	欧美韩台更新需求 (万辆)	全球其他地区更新需求 (万辆)	TPMS 单车价值量(元)	市场空间 (亿元)	YoY
2021	2491.5	2305.3		81.1	
2022E	2357.5	2450.1		78.6	-3.1%
2023E	2338.3	2483.9	286	79.0	0.4%
2024E	2215.3	2363.3		75.5	-4.3%
2025E	1736.2	1855.2		59.7	-20.9%

资料来源：华经产业研究院、中汽协、招商证券测算

根据以上测算，则全球 TPMS 市场（含中国）25 年有望达到 153.75 亿元，21-25 年 CAGR 约为 3.06%。

图 22：全球乘用车产量预计（万辆）

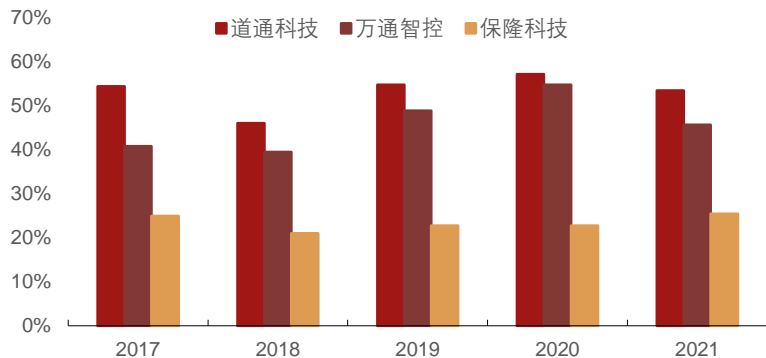


资料来源：招商证券测算

4、前装与后装并进，公司 TPMS 业务未来可期

前装市场采购量大，后装市场毛利率较高。由于 OEM 市场直接面对整车厂客户，通常具有采购量较大的特点，但是由于整车厂客户通常体量与订单量均较大，因此对 TPMS 厂商具有较高的议价能力，TPMS 厂商需要出让一部分的利润空间以换取整车厂的采购订单，因此竞争的核心点更多是偏向于成本管控。而后装市场通常面对汽配厂与售后服务店，议价能力与显著低于整车厂，加上后装市场通常需要 TPMS 厂商具有通信协议破解以及软件适配的能力，具有较高的增值服务空间，因此通常有着相对较高的毛利率，因此后装市场的核心竞争点则是在于通信协议的破解（例如一个 TPMS 可装车多个品牌的车辆，减少汽配店等客户的备货难度）以及售后服务质量。

图 23: 后装企业 (道通、万通) 毛利率高于前装市场 (保隆科技)



资料来源: 各公司公告、招商证券

公司行业经验丰富, 产品竞争力强劲。公司 TPMS 业务脱胎于自身气门嘴业务, 是国内最早研发 TPMS 传感器的企业之一, 拥有完整知识产权和核心技术, 现已成功开发乘用车、商用车、摩托车等各类 TPMS 产品, 并给整车厂配套, 出货量位居全国前三。已成功积累了充足的技术储备、丰富的客户资源以及良好的市场口碑。

公司 PPM 传感器具备低功耗等性能优势, 前装客户拓展顺利。公司当前仍然以后装市场为主, 但公司使用 Micro.Sp 技术研发的 PPM 传感器, 因为低功耗等性能优势, 已被普利司通、固特异等公司批量使用, 大量进入前装市场。除此之外, 公司已成为上汽集团、北汽集团、长安汽车等整车厂 TPMS 产品的一级供应商; 新开发的摩托车 TPMS 产品已为春风动力、隆鑫摩托、力帆摩托等国内知名摩托车厂进行前装配套。

图 24: 公司部分客户



资料来源: 公司公告、公司官网、招商证券整理

产品解决后装市场两大痛点, 未来有望随着 TPMS 更新周期快速放量。1) 后装市场主要是通过零售端销售给汽车维修厂、4S 店和轮胎供应商, 由于售后服务市场的企业服务于各大品牌车主, 由于整车具备自身独特的通信协议且不互通, 因此通常情况下零售商需要针对不同品牌的汽车进行专门的备货, 极大的增加了备货管理的难度。公司 TPMS 产品通过自身的多功能应用传感器可实现大多数品牌的覆盖, 可编程传感器可覆盖超过 95% 的车型, 极大的减低了下游厂商备货难度。2) 针对售后市场 TPMS 传感器需专业工具编程才能使用的痛点, 公司开发出行业内首个基于近场通信的配置 NFC 功能的传感器, 用户可不通过专业工具, 而是通过手机、平板、PC 可以对其进行直接编程, 实现终端在线升级和云编程, 具备编程速度快、抗干扰、体验好、操作简单等优点, 在欧洲冬季胎的应用上突显其优势, 车型覆盖率 95% 以上, 该款产品已面向全球客户批量出货。

表 8：公司多功能传感器覆盖品牌

传感器型号	覆盖品牌
PRO-1001	别克、凯迪拉克、雪佛兰、GMC、悍马、五十铃、庞蒂克、萨博、土星（通用汽车旗下）、铃木
PRO1002	克莱斯勒、道奇、吉普、福特、林肯、水星（福特旗下）、马自达、三菱汽车
PRO1003	克莱斯勒、道奇、吉普、福特、林肯、水星（福特旗下）、三菱汽车
PRO1004	丰田、雷克萨斯、赛恩（北美丰田旗下）、日产、英菲尼迪
PRO1005	本田、讴歌（本田旗下）
PRO1006	现代起亚
PRO1007	宝马、奔驰、奥迪、大众

资料来源：公司官网、招商证券

图 25：公司可编程传感器产品



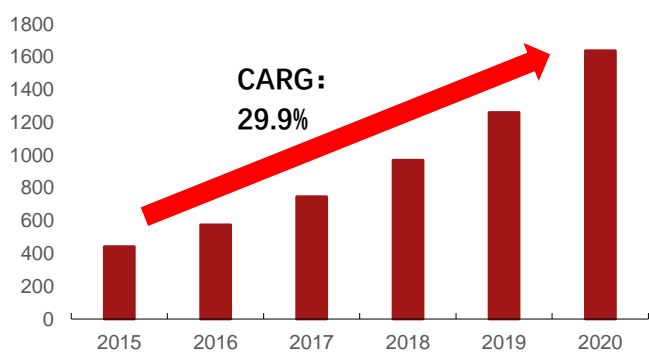
资料来源：公司官网、招商证券

三、车联网业务：汽车智能化大势所趋，公司相关业务深度受益

1、智能网联渗透率持续提升，2015-2025 年全球市场空间 CAGR 有望达到 20.2%

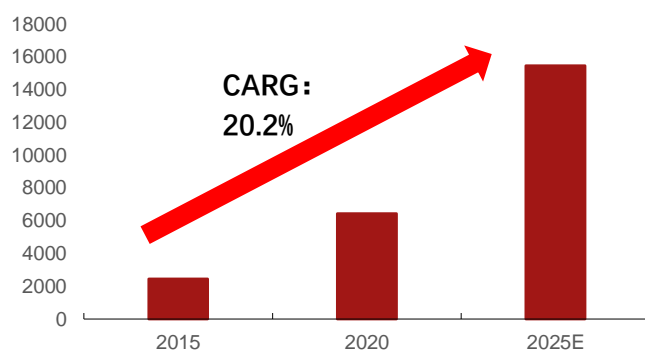
汽车的智能化与网联化是行业发展大趋势。近年来 5G、物联网、云计算以及各类通信技术的发展为汽车智能网联提供了技术基础，带动渗透率以及市场空间的快速提升。根据亿欧智库以及前瞻产业研究院数据，2015 年我国与全球车联网市场规模约为 442 亿元与 2454.2 亿元，2020 年分别增长至 1637 亿元与 6434.4 亿元，CAGR 分别约为 29.9% 与 21.3%；预计 2025 年全球车联网市场空间有望达到 15456.2 亿元，2015-2025 年 CAGR 有望达到 20.2%。渗透率方面，我国 2018 年车联网渗透率约为 24.9%，2020 年快速提升至 48.8%，两年时间升高了 23.9pct；2018 年全球车联网渗透率约为 30.7%，2020 年上升至 45%，两年提升约 14.3pct。根据亿欧智库以及前瞻产业研究院的预测，全球车联网渗透率在 2025 年有望进一步提升至 59.4%。我们认为，随着技术的发展以及相关产品成本曲线的下降，车联网渗透率未来将会持续提升，智能网联有望成为汽车行业发展的重要维度之一。

图 26: 我国车联网市场空间 (亿元)



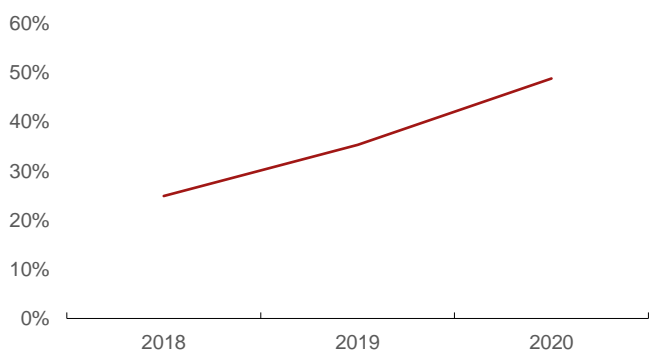
资料来源: 亿欧智库、前瞻产业研究院、招商证券

图 27: 全球车联网市场空间 (亿元)



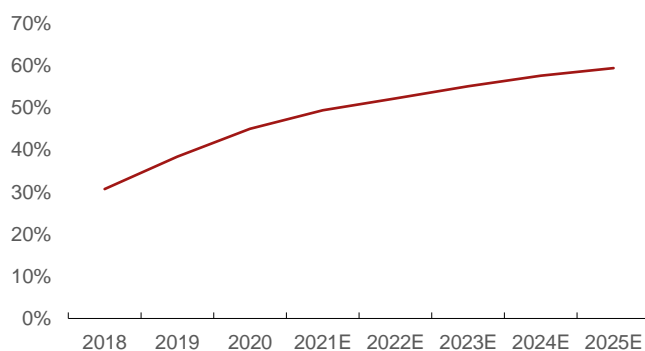
资料来源: 亿欧智库、前瞻产业研究院、招商证券

图 28: 我国车联网渗透率



资料来源: 亿欧智库、前瞻产业研究院、招商证券

图 29: 全球车联网渗透率



资料来源: 亿欧智库、前瞻产业研究院、招商证券

2、受益于车联网的快速发展, 预计全球 20-25 年 T-Box 市场空间 CAGR 达 22.1%

T-Box 与各类汽车传感器都是车联网的重要组成部分。其中 T-Box 指的是车联网通讯终端设备 (Telematics BOX), 是一种安装在汽车上用于控制跟踪汽车的嵌入式系统, 定位模块、蓝牙模块、微控制器、OBD、通信模块、电源转换电路等部门组成。T-Box 在整车制造环节便已经装置在汽车内部, 通过各类传感器或汽车总线数据读取汽车信息, 并通过无线网络传送至云端供后台读取与分析, 能够帮助后台人员或驾驶员准确的把握汽车的各种状态, 实现安全监控、信息交互、汽车装态监控等功能。发展至今, T-Box 已发展成为实现车载信息交互系统的核心部件, 对汽车智能化的实现具有重要意义。

图 30: T-Box 在车联网中的应用图例



资料来源：头豹研究院、招商证券整理

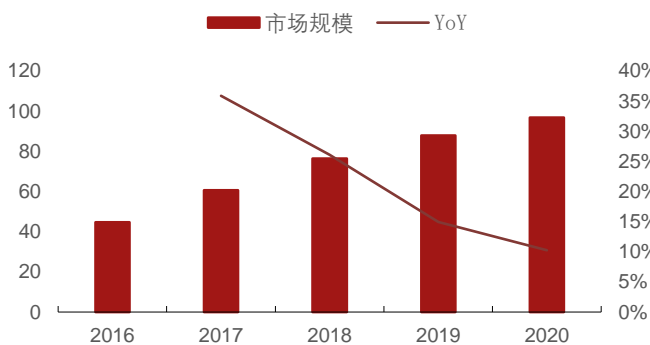
表 9: T-Box 的功能介绍

功能	详细内容	运用案例
车辆故障控制	读取整车故障情况，显示对应故障内容与故障出现原因，并及时联系车主与 4S 店安排救援与后续维修	车辆出现故障时自动通过短信与车主与 4S 店联系，自动安排道路救援与后续的车辆维修服务
车辆远程控制	T-Box 通过蓝牙、Wifi 等方式与车主手机以及后台数据平台联系，并通过总线与车辆连接，为车主提供发动机远程启停、车锁远程控制、空调远程控制等车辆	冬季车主可在家预先打开汽车空调与座椅加热，提高驾驶舒适度
电源管理	"针对新能源汽车的电池使用与维护情况进行实时监控，保证动力电池安全可靠运行对动力电池的荷电状态、可用功率等	T-Box 可自动为车主提供电池实时监控与维护建议，为车辆控制系统提供电池使用策略，提升电池使用效率
安防服务	基于对车辆运行状态的检测，对车辆异动进行自动监测与报警，对车辆异常信息远程自动上传，车辆事故自动报警与救援	车辆被异常移动或点火后自动向车主、4S 店、厂商、公安部门等报警，并利用 T-Box 远程熄火、GPS 追踪被盗车辆
远程升级	主机厂将车辆控制系统的更新包进行远程分发升级，车辆随时可以进行远程固件、DBC 等系统升级，有效降低售后服务成本，快速修复系统缺陷	车辆不用返回 4S 店，即可对包括车身控制系统、车载系统等进行升级
数据采集	行车数据的实时监控、采集与上传，历史轨迹的回放，为主机厂对客户驾驶习惯进行分析提供数据支持	利用行车数据的回传进行分析，并为车主提供维护保养、驾驶风格的建议，提高车主用车体验
智慧交通	作为智慧交通的车载端，提供车与车、与路、车与基础设施的互联，为车主提供车辆安全驾驶辅助、路线规划等多种智能交通服务	通过 T-Box 实现车与外部环境互联，实现车辆车道保持、防撞预警、车辆规划等智能交通服务

资料来源：华经产业研究院、招商证券

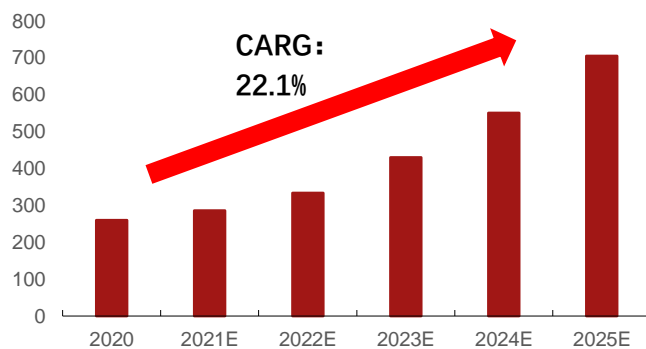
车联网的蓬勃发展以及相关产业政策进一步加速渗透率提升。工信部与 2016 年 11 月发布《工业和信息化部关于进一步做好新能源汽车推广应用安全监管工作的通知》，通知要求纳入《新能源汽车推广应用推荐车型目录》的产品必须装载 T-BOX。受政策以及下游景气推动，2016 年我国 T-Box 市场规模约为 44.6 亿元，2020 年增长至 96.8 亿元，CAGR 约为 21.4%。根据中汽协统计数据以及预测，2020 年全球 T-Box 行业市场空间达到 260 亿元，2025 年有望达到 705 亿元，CAGR 达到 22.1%，无论是国内还是全球行业均处于快速发展阶段。

图 31：我国车联网市场空间（亿元）



资料来源：中汽协、招商证券

图 32：全球车联网市场空间（亿元）



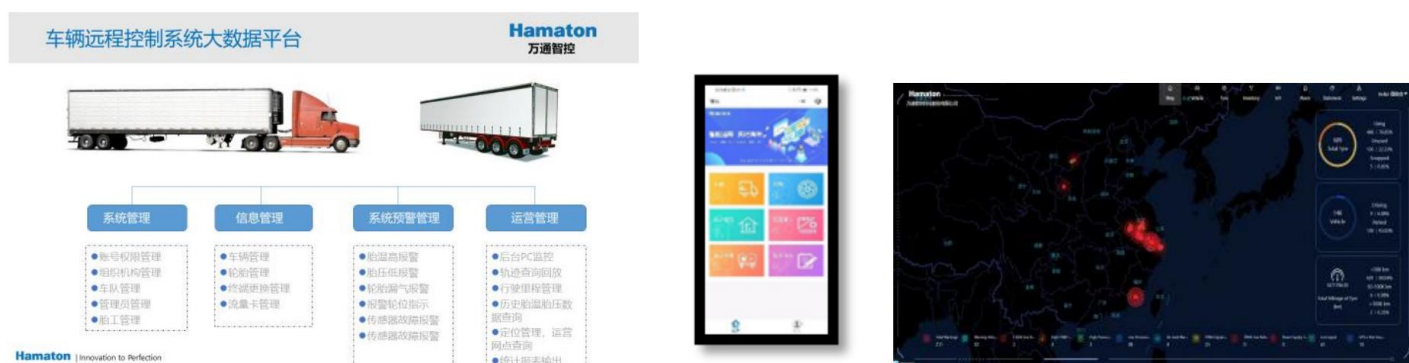
资料来源：中汽协、招商证券

3、公司车联网业务未来两年有 4 倍以上的收入增长空间

公司产品具备核心技术优势。公司成功将基于脉冲位置调制技术原理的 Micro.Sp 技术（也称 PPM 技术）应用在自身的车用传感器上，形成了独特的性能优势，主要包括 1) Micro.Sp 技术传输数据所需用电量仅为市场上常见的 FSK 技术的十分之一；2) 低功耗使得最大程度地降低电池供电需求，有利于实现产品微型化，从而满足各种结构设计及应用场景的需求，应用场景可以横跨汽车、电信、物联网等不同行业；3) 低功耗使得在相同电池容量的条件下，无线传感器使用寿命大幅度提升，从而降低产品的使用成本。公司通过 T-Box 产品集成了 FSK、PPM 等不同通讯方式，帮助客户集中管理不同的传感器数据，为客户带来更大的使用价值。

公司车联网传感器产品矩阵逐渐完善，未来有望具备提供完整解决方案的能力。公司在自身 TPMS 传感器的基础之上进一步开发出了多种汽车传感器产品，如 OTR 传感器（主要用于工程车辆）；延长杆传感器（适用于双胎的安装）；自动充放气传感器等，并以此为通信终端，将数据集成后传输给车辆和云端，开发出了“智汇万通”车辆远程信息管理系统，可基于 T-BOX 数据实现车辆定位，实时监控，轮胎管理等多种功能，为驾驶员和车队管理者提供信息服务，实现车队的智能化管理。与此同时，公司正加紧研发液位传感器，空气过滤传感器，刹车盘传感器等各种无线传感器，不断完善车联网远程信息管理系统，在未来有望具备为客户提供完整车联网解决方案的能力。当前已有包括可口可乐、亚马逊等美国知名公司的商用车队开始批量安装使用公司产品。

图 33：T-Box 在车联网中的应用图例



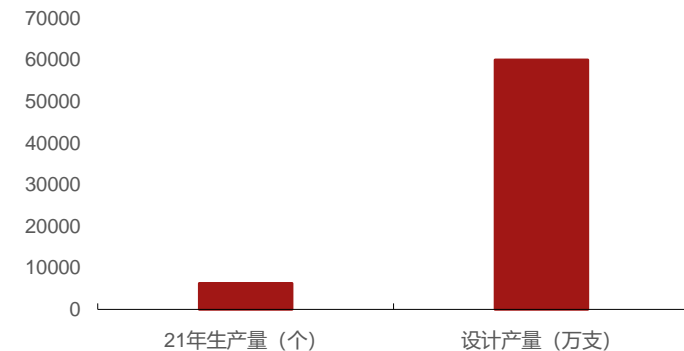
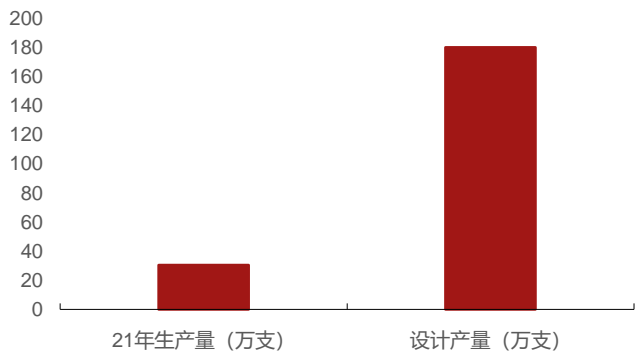
资料来源：公司年报、招商证券整理

募投项目已具备量产能力，未来两年有超过 4 倍的收入增长空间。公司车联网业务收入主要来自于车联网传感器及智能车载通讯终端系统生产应用项目建设的产线。根据公司 2021 年年报披露数据，公司 21 年共生产了 6,296 个车联网通讯终端以及 30.52 万个车联网传感器。根据公司发布的《2020 年向特定对象发行股票募集说明书》显示，公司

该项目产能包括：年产 180 万个传感器、2 万个胎纹检测工具、5 万台接收机、5 万台显示器及 6 万台 T-BOX 的生产线。计算可得公司仅使用了约 16.9% 的传感器产能以及 10.5% 的 T-BOX 产能，假设未来销售单价保持稳定的状态下公司未来两年内车联网业务收入仍有超过 4 倍的增长空间。

图 34：公司车联网传感器产能利用情况

图 35：公司车联网通讯终端产能利用情况



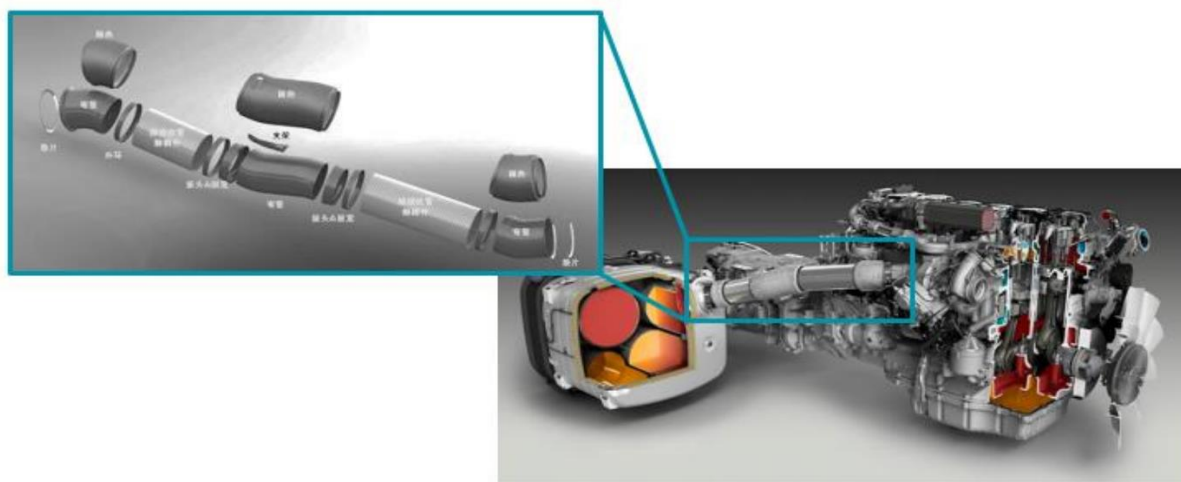
资料来源：公司年报、公司定增公告、招商证券

资料来源：公司年报、公司定增公告、招商证券

四、解耦管路业务：重卡排气管路系统第一，有望受益于排放标准升级

解耦管路系统是商用车排气管路系统的重要组成部分。其柔性解耦元件主要分为缠绕金属软管和气密金属软管，被用于连接车辆发动机和尾气后处理系统，要起到吸收并减缓发动机振动、承受荷载、降低噪声和补偿发动机位移及各个管件之间的安装公差等作用。

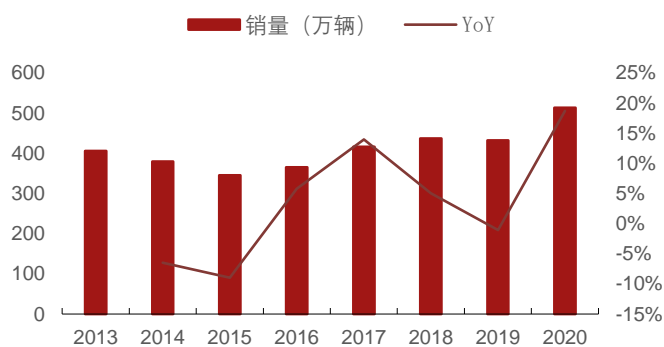
图 36：T-Box 在车联网中的应用图例



资料来源：公司年报、招商证券整理

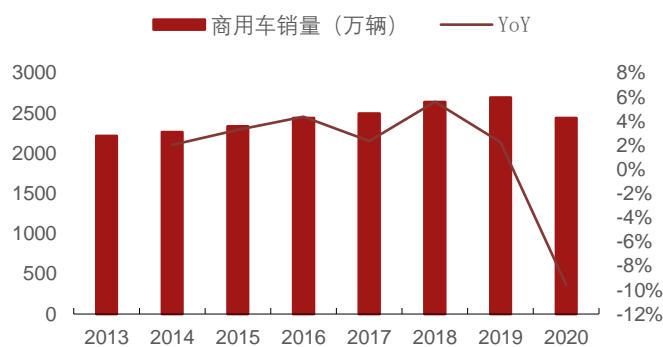
全球范围内商用车销量稳定。根据中汽协以及国际汽车制造商协会统计数据，我国以及全球范围内商用车销量总体保持稳定，2013 年我国以及全球范围内分别销售了 405.5 万辆、2217.7 万辆商用车，2020 年分别增长至 513.3 万辆、2437.2 万辆，CAGR 分别为 3.4% 以及 1.4%。

图 37：我国商用车销量（万辆）



资料来源：Wind、招商证券

图 38：全球商用车销量（万辆）



资料来源：Wind、招商证券

国六排放标准下发动机工作温度高达 6500°C 以上，对商用车解耦管路系统提出了更高的质量要求。根据我国生态环境部与 2018 年发布的《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（重型车国六标准）中的规定，国六标准将采用分两个阶段实施，分别是国六 a 和国六 b 两个排放限值方案，国六 a 将于 2019 年 7 月 1 日实施，2020 年 7 月 1 日对城市车辆（城市公交车、环卫车、邮政车等）实施，2021 年 7 月 1 日对所有车辆实施；国六 b 将于 2021 年 1 月 1 日对燃气车辆实施，2023 年 7 月 1 日将对所有车辆全面实施“国六”排放标准。我们认为，在环保的主旋律背景下，包括我国在内的世界各国未来将不断制定更加严格的排放标准，发动机工作环境还会进一步变化，有望不断为解耦管路系统创造新的需求。

表 10：国六排放标准实施时间以及应用车型范围

功能	时间	应用车型
国六 a	2019 年 7 月 1 日	燃气车辆
	2021 年 7 月 1 日	城市车辆
	2021 年 7 月 1 日	所有车辆
国六 b	2021 年 7 月 1 日	燃气车辆
	2023 年 7 月 1 日	所有车辆

资料来源：生态环境部、公司投资者论坛问答、招商证券

表 11：国五、国六排放标准物限值对比

排放物	国五	国六 a	国六 b
一氧化碳	1000 (mg/km)	700 (mg/km)	500 (mg/km)
碳氧化合物	100 (mg/km)	100 (mg/km)	50 (mg/km)
非甲烷总烃	68 (mg/km)	68 (mg/km)	35 (mg/km)
氮氧化合物	60 (mg/km)	60 (mg/km)	35 (mg/km)
PM 颗粒	4.5 (mg/km)	4.5 (mg/km)	3 (mg/km)

资料来源：汽车之家、招商证券

公司是全球知名商用车和非道路移动机械的一级供应商，拥有领先的技术以及丰富的客户资源。公司全资子公司 WMHG 的解耦管路系统在全球重型卡车排气管路系统中常年保持第一位。主要客户涵盖国际领先的主机厂，包括戴

姆勒、沃尔沃、斯堪尼亚、MAN 等国际大型整车厂，国内客户开拓了诸如一汽解放、中国重汽、陕西重汽、三一重工等知名客户。根据公司 2021 年年报披露数据，WMHG 在欧洲卡客车市场占有率约为 43%，中国卡客车市场占有率约为 37%，北美卡客车市场占有率约为 25%。

图 39：公司商用车解耦管路系统客户（部分）



资料来源：公司年报、招商证券整理

公司的气密金属软管性能充分满足目前排放标准日益上升的监管趋势。WMHG 是目前全球唯一能提供带状缠绕焊接软管的气密解决方案的生产商，其 GTH 气密管能够确保发动机出口和尾气处理入口之间的完美连接。公司产品具有以下优点：1) 低硬度导致相邻部件的反作用力小，完美消除发动机震动对设备的影响；2) 位移解耦，保护相邻部件不被破坏；3) 符合世界范围内所有已知的排放法律要求；4) 由于气隙概念，管外表面温度低；5) 可提供不同的直径和长度，无需额外的模具费用。国内商用车尤其是中高端品牌对此类软管需求具有不可替代性，同时由于公司是国内唯一一家拥有该技术类型的生产商，已经具备国内市场竞争主导地位，有望深度受益于国内排放标准升级。

五、盈利预测与估值

1、盈利预测

TPMS 传感器及配件业务：后装市场更新周期到来，公司产品覆盖车型广显著减少下游客户备货难度，具备独特的竞争优势，预计 22-24 年收入分别为 2.73/3.95/5.74 亿元，yoy 分别为 50%/45%/45%，毛利率分别为 46%/46%/46%。

车联网业务：公司车联网业务具有独特技术优势，未来具有广阔的发展空间，预计 22-24 年收入分别为 1.06/2.32/3.72 亿元，yoy 分别为 300%/120.0%/60.0%，毛利率分别为 57.0%/57.0%/57.0%。

解耦管路系统：公司竞争优势显著，客户资源优质，是目前全球唯一能提供带状缠绕焊接软管的气密解决方案的生产商，有望受益于国六切换以及世界其他地区排放标准的升级，预计未来需求将维持稳定。预计 22-24 年收入分别为 5.56/5.56/5.56 亿元，yoy 分别为 0.0%/0.0%/0.0%，毛利率分别为 27.7%/27.8%/27.8%。

气门嘴业务：公司传统业务，在中高端市场中具有较强的竞争力，未来有望保持稳定增长。预计 22-24 年收入分别为 2.88/3.17/3.49 亿元，yoy 分别为 15.0%/10.0%/10.0%，毛利率分别为 18.0%/18.0%/18.0%。

表 12：销售收入结构预测（百万元）

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	788.7	1022.9	1230.8	1509.3	1858.7
TPMS 传感器及配件	118.5	182.0	273.0	395.9	574.0

车联网业务	2.3	26.4	105.7	232.6	372.1
解耦管路系统	479.0	556.6	556.6	556.6	556.6
气门嘴业务	186.3	250.7	288.4	317.2	348.9
其它	2.6	7.1	7.1	7.1	7.1
收入增长率	71.9%	29.7%	20.3%	22.6%	23.1%
TPMS 传感器以及配件		53.6%	50.0%	45.0%	45.0%
车联网业务		1048.2%	300.0%	120.0%	60.0%
解耦管路系统		16.2%	0.0%	0.0%	0.0%
气门嘴业务		34.6%	15.0%	10.0%	10.0%
其它		171.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	28.1%	30.3%	32.4%	35.4%	37.7%
TPMS 传感器以及配件	45.7%	45.7%	46.0%	46.0%	46.0%
车联网业务	27.8%	56.5%	57.0%	57.0%	57.0%
解耦管路系统	28.4%	27.5%	27.7%	27.8%	27.8%
气门嘴业务	16.4%	21.9%	18.0%	18.0%	18.0%
其它	32.7%	61.9%	50.0%	56.0%	53.0%

资料来源：公司数据、招商证券预测

2、估值

预计 22-24 年公司归母净利润为 1.56/2.30/3.24 亿元，yoy 分别为 41.2%/48.0%/40.6%，净利率分别为 12.6%/15.3%/17.4%，EPS 分别为 0.68/1.00/1.41，当前市值对应 PE 约为 17.06/11.60/8.23 倍。

我们看好公司成长性，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。我们认为，公司气门嘴以及重卡软管业务具有较高的口碑，产品竞争力较强，预计未来仍然将保持领军汽车地位而稳步成长；公司车联网业务发展潜力巨大，随着募投项目产能逐步爬升，公司有望继续释放规模效应；TPMS 业务也正在高速发展，受益于技术以及渠道优势，公司业务渗透率有望快速提升。考虑到公司成长性较好，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

六、风险提示

疫情反复影响生产与交付：奥密克戎变种传播力强，近期在我国多地呈现点状爆发。若是未来疫情形势进一步严峻，公司的日常生产以及产品交付有可能会受到影响，进而影响公司业绩。

原材料价格波动的风险：公司主要原材料为金属、橡胶等商品，近期收到地缘政治事件影响，大宗商品价格波动剧烈，若是未来原材料价格持续上涨将对公司利润产生负面影响。

竞争格局恶化的风险：公司大力发展的车联网行业正处于快速发展的阶段，市场空间增速较快，若是未来吸引更多竞争者进入车联网行业则有可能导致竞争格局恶化，进而影响公司业绩。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	454	781	799	1056	1398
现金	85	182	142	291	496
交易性投资	2	132	132	132	132
应收票据	6	8	9	12	14
应收款项	164	221	244	299	369
其它应收款	4	6	7	9	10
存货	135	170	189	222	263
其他	58	63	76	93	114
非流动资产	479	560	540	523	507
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	278	273	268	264	261
无形资产商誉	159	147	132	119	107
其他	42	140	140	139	139
资产总计	933	1341	1339	1579	1905
流动负债	291	366	367	418	483
短期借款	15	3	0	0	0
应付账款	163	252	294	345	409
预收账款	4	1	2	2	2
其他	109	110	71	72	72
长期负债	187	149	149	149	149
长期借款	167	116	116	116	116
其他	20	33	33	33	33
负债合计	477	515	516	567	632
股本	200	230	230	230	230
资本公积金	133	393	393	393	393
留存收益	124	203	197	381	636
少数股东权益	(1)	1	4	8	14
归属于母公司所有者权益	457	825	820	1004	1258
负债及权益合计	933	1341	1339	1579	1905

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	120	115	197	229	307
净利润	37	112	159	235	330
折旧摊销	45	51	59	56	54
财务费用	14	4	5	5	4
投资收益	(2)	(1)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	24	(47)	(18)	(64)	(80)
其它	2	(4)	3	6	8
投资活动现金流	(91)	(249)	(29)	(29)	(29)
资本支出	(102)	(102)	(39)	(39)	(39)
其他投资	11	(147)	9	9	9
筹资活动现金流	(42)	212	(208)	(52)	(73)
借款变动	31	19	(42)	0	0
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	0	260	0	0	0
股利分配	(60)	(106)	(161)	(47)	(69)
其他	(13)	9	(5)	(5)	(4)
现金净增加额	(14)	77	(40)	148	205

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	789	1023	1231	1509	1859
营业成本	566	712	832	976	1158
营业税金及附加	3	3	12	15	19
营业费用	48	46	54	65	78
管理费用	94	93	111	136	167
研发费用	34	42	48	59	72
财务费用	15	3	5	5	4
资产减值损失	(4)	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	1	2	2	2	2
其他收益	19	7	7	7	7
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	46	127	178	263	370
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	46	125	177	262	369
所得税	9	13	18	27	39
少数股东损益	1	2	3	4	6
归属于母公司净利润	36	110	156	230	324

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	72%	30%	20%	23%	23%
营业利润	112%	175%	41%	48%	40%
归母净利润	83%	203%	41%	48%	41%
获利能力					
毛利率	28.2%	30.3%	32.4%	35.4%	37.7%
净利率	4.6%	10.8%	12.6%	15.3%	17.4%
ROE	8.2%	17.2%	18.9%	25.3%	28.6%
ROIC	7.1%	14.0%	17.0%	23.2%	26.6%
偿债能力					
资产负债率	51.1%	38.4%	38.5%	35.9%	33.2%
净负债比率	24.0%	11.8%	8.7%	7.3%	6.1%
流动比率	1.6	2.1	2.2	2.5	2.9
速动比率	1.1	1.7	1.7	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
存货周转率	4.3	4.7	4.6	4.8	4.8
应收账款周转率	4.6	5.1	5.1	5.3	5.4
应付账款周转率	3.6	3.4	3.0	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.16	0.48	0.68	1.00	1.41
每股经营净现金	0.52	0.50	0.86	1.00	1.34
每股净资产	1.99	3.59	3.56	4.36	5.47
每股股利	0.26	0.70	0.20	0.30	0.42
估值比率					
PE	73.4	24.2	17.1	11.6	8.2
PB	5.8	3.2	3.3	2.7	2.1
EV/EBITDA	30.5	17.3	12.4	9.3	7.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所、海通证券研究所从事电子行业、中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究，获得 2016 年中小盘新财富最佳分析师第 5 名，2017 年第 2 名。

张景财，西南财经大学金融学硕士，于 2016 年加入招商证券研究发展中心，中小盘团队核心成员，获得 2016 年中小盘新财富最佳分析师第 5 名，2017 年第 2 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。