

福达股份(603166.SH): 曲轴领域龙头企业, 受益于比亚迪混动崛起

核心观点

公司是国内发动机锻钢曲轴、汽车离合器主要生产企业之一。公司自桂林汽车零部件总厂改制而来, 长期专注于动力机械发动机曲轴、汽车离合器、螺旋锥齿轮、精密锻件和高强度螺栓的研发、生产与销售。公司以曲轴业务为核心产业, 并推进多元化经营策略, 产品结构持续优化, 2021年公司曲轴、离合器、齿轮、精密锻件、高强度螺栓营收占比分别达55.75%、18.28%、8.11%、6.07%、3.61%。

积极把握混动车快速发展机遇, 商用车配套产品有望迎来复苏。乘用车方面, 公司把握新能源混动汽车市场良好发展前景, 深度绑定比亚迪, 成为比亚迪DM-i系统核心曲轴供应商, 并积极拓展新客户, 现已成为吉利、上汽通用、东风乘用车、理想汽车及柳州赛克等车企混动车型曲轴及毛坯产品供应商。**商用车方面,**公司扩大国内优质客户市场份额的同时, 积极拓展海外高端客户, 受益于防疫政策优化带动商用车市场恢复, 公司商用车配套曲轴销量有望回升。曲轴行业重资产、高技术特征显著, 产能以及客户资源为主要壁垒, 目前曲轴行业主流趋势为主机厂向外转移生产, 头部厂商有望承接需求, 行业集中度或将进一步增加。

新能源汽车电驱系统高精密齿轮生产线项目验收在即, 齿轮业务收入有望放量。多合一电驱系统是纯电动汽车的核心部件, 而由高精度齿轮、齿轮轴组成的减速箱是电驱系统的核心组成部分之一。当前随着汽车全产业链协同研发和制造能力的提升, 主机厂对高精度齿轮偏向于向供应商采购。公司积极推进新能源汽车电驱动系统高精密齿轮生产线项目, 项目一期预计将于2023年6月竣工验收, 建成后可年产新能源电驱动系统高精密齿轮60万套, 预期可带来年销售收入39300万元, 利润6428万元的业绩增量。

投资建议

我们预计2022-2024年公司营业收入分别为11.97/18.48/24.53亿元, 归母净利润分别为0.69/1.93/3.11亿元, EPS分别为0.11/0.30/0.48元/股。基于2022年12月23日收盘价6.16元计算, 对应的PE分别为57.47/20.58/12.79倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示

宏观经济超预期波动; 汽车行业景气度不及预期; 原材料价格波动风险。

盈利预测

| 项目(单位: 百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1814.61 | 1197.11 | 1847.75 | 2453.38 |
| 增长率 (%) | 2.50 | -34.03 | 54.35 | 32.78 |
| 归母净利润 | 208.33 | 69.26 | 193.38 | 311.15 |
| 增长率 (%) | 3.86 | -66.75 | 179.20 | 60.90 |
| EPS (元/股) | 0.34 | 0.11 | 0.30 | 0.48 |
| 市盈率 (P/E) | 25.56 | 57.47 | 20.58 | 12.79 |
| 市净率 (P/B) | 2.13 | 1.67 | 1.54 | 1.38 |

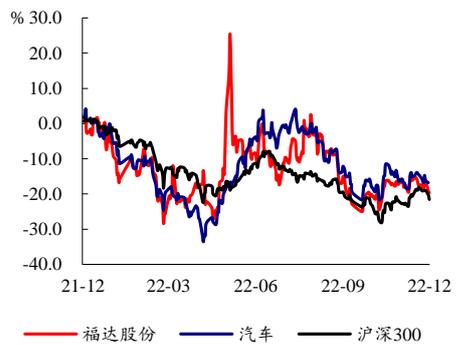
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 以上数据基于2022年12月23日收盘价6.16元计算

评级 推荐 (首次覆盖)

报告作者

作者姓名 郑倩怡
 资格证书 S1710521010002
 电子邮箱 zhengqy@easec.com.cn
 联系人 赵启政
 电子邮箱 zhaoqz739@easec.com.cn

股价走势



基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 646.21 |
| 流通A股/B股(百万股) | 646.21/0.00 |
| 资产负债率(%) | 29.64 |
| 每股净资产(元) | 3.66 |
| 市净率(倍) | 1.76 |
| 净资产收益率(加权) | 1.93 |
| 12个月内最高/最低价 | 10.07/5.96 |

相关研究

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 国内曲轴、离合器主要生产企业，技术装备+客户资源优势明显 | 4 |
| 1.1. 长期深耕曲轴、离合器业务，管理层技术背景强 | 4 |
| 1.2. 曲轴业务为公司核心产业，拓宽经营边界助力营收增长 | 6 |
| 1.3. 公司工艺技术、装备水平领先，优质客户资源巩固行业地位 | 8 |
| 2. 曲轴是内燃机核心零部件，进入壁垒较高，且集中度正在不断上升 | 9 |
| 3. “混动崛起+商用车复苏”带动曲轴放量，新能源电驱动齿轮打开新成长空间 | 13 |
| 3.1. 混动崛起，公司成为比亚迪 DM-i 系统核心供应商 | 13 |
| 3.2. 商用车有望触底回升，公司商用车配套有望放量 | 16 |
| 3.3. 推进新能源汽车电驱齿轮项目，加大押注新能源 | 18 |
| 4. 盈利预测与投资建议 | 21 |
| 4.1. 盈利预测 | 21 |
| 4.2. 投资建议 | 21 |
| 5. 风险提示 | 21 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1. 公司发展历程图 | 4 |
| 图表 2. 公司股权结构图（截至 2022 年三季度） | 5 |
| 图表 3. 公司管理团队 | 6 |
| 图表 4. 2017-2021 年公司营收长期增长 | 7 |
| 图表 5. 2022 年公司归母净利润有所承压 | 7 |
| 图表 6. 公司毛利率水平稳定 | 7 |
| 图表 7. 公司费控能力良好 | 7 |
| 图表 8. 曲轴为公司主要产品 | 8 |
| 图表 9. 2021 年曲轴业务营收占比达 55.75% | 8 |
| 图表 10. 公司为专精特新“小巨人”企业 | 9 |
| 图表 11. 公司曲轴生产设备 | 9 |
| 图表 12. 公司客户资源优质 | 9 |
| 图表 13. 曲轴在内燃机内部的结构图 | 10 |
| 图表 14. 曲轴结构拆分图 | 10 |
| 图表 15. 2021 年中国内燃机细分领域占比 | 10 |
| 图表 16. 2014-2022 年内燃机销量情况 | 11 |
| 图表 17. 2014-2022 年乘用车内燃机销量 | 11 |
| 图表 18. 2021 年我国曲轴市场规模 | 11 |
| 图表 19. 曲轴行业的高壁垒 | 12 |
| 图表 20. 曲轴行业公司年产能和主要客户 | 13 |
| 图表 21. 2022 年 9 月我国车桩比约达 2.6: 1 | 14 |
| 图表 22. PHEV 混动车型零售量同比增速最高（2022 年 1-10 月） | 14 |
| 图表 23. 纯电动汽车各价位段分布 | 14 |
| 图表 24. 插混汽车各价位段分布 | 14 |
| 图表 25. 性价比、经济性为消费者选择混动产品重点关注因素 | 15 |
| 图表 26. 2022 年比亚迪插混销量增速领先纯电 | 15 |
| 图表 27. 比亚迪插混销量优势凸显 | 15 |
| 图表 28. 新能源混动车领域客户资源优质 | 16 |
| 图表 29. 2013-2022 年商用车销量 | 17 |
| 图表 30. 2014-2022 年商用车内燃机销量 | 17 |
| 图表 31. 2022 年 2-10 月中国房地产施工面积 | 17 |

| | | |
|--------|-------------------------------------|----|
| 图表 32. | 2014-2023 年中国 GDP 增长率 | 17 |
| 图表 33. | 公司曲轴产品商用车客户 | 18 |
| 图表 34. | 我国新能源汽车销量快速上升 | 18 |
| 图表 35. | 我国新能源汽车渗透率呈增长趋势 | 18 |
| 图表 36. | 我国新能源市场规模或将进一步增大 | 19 |
| 图表 37. | 三电系统及功能介绍 | 19 |
| 图表 38. | 2025 年我国电驱系统市场规模将增长至约 1088 亿元 | 20 |
| 图表 39. | 福达新能源汽车电驱动系统齿轮制造项目（一期）开工活动 | 20 |
| 图表 40. | 公司齿轮产品 | 20 |

1. 国内曲轴、离合器主要生产企业，技术装备+客户资源优势明显

1.1. 长期深耕曲轴、离合器业务，管理层技术背景强

二十余载长期深耕主营业务，已成为国内发动机锻钢曲轴、汽车离合器主要生产企业之一。公司自桂林汽车零部件总厂改制而来，长期专注于汽车、船舶、核电、工程机械、农机等动力机械发动机曲轴、汽车离合器、螺旋锥齿轮、精密锻件和高强度螺栓的研发、生产与销售。2014年11月27日公司在上海证券交易所主板挂牌上市，现已成为国内发动机锻钢曲轴、汽车离合器主要生产企业之一。

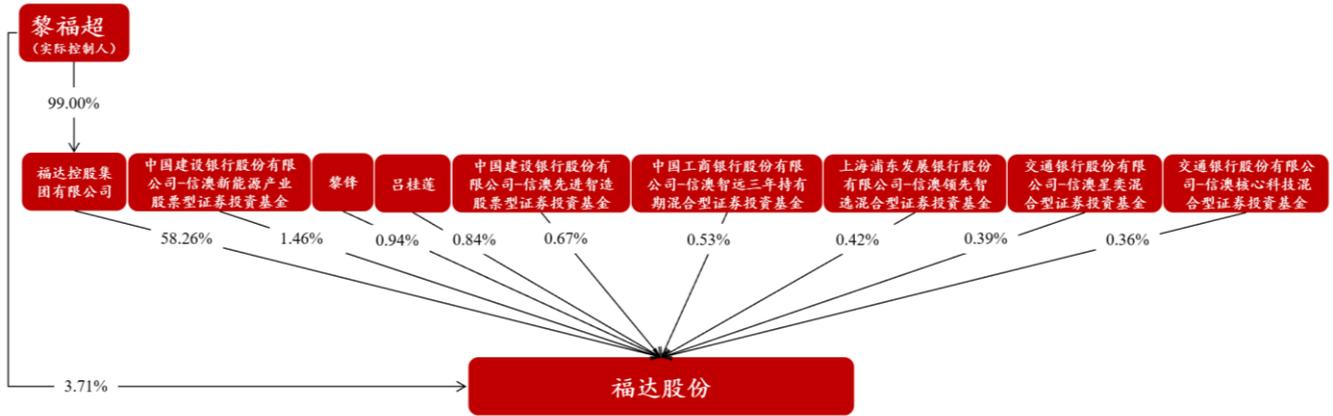
图表1. 公司发展历程图



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司股权稳定，管理层行业经验丰富。截至2022年三季报，公司前十大股东合计持股67.58%，实际控制人黎福超持股61.39%。公司管理层均拥有丰富的从业经历，曾就职于业内知名企业，技术背景强，其中黎福超、王长顺、秦联、黄斌等均为高级工程师。

图表2. 公司股权结构图（截至 2022 年三季报）



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表3. 公司管理团队

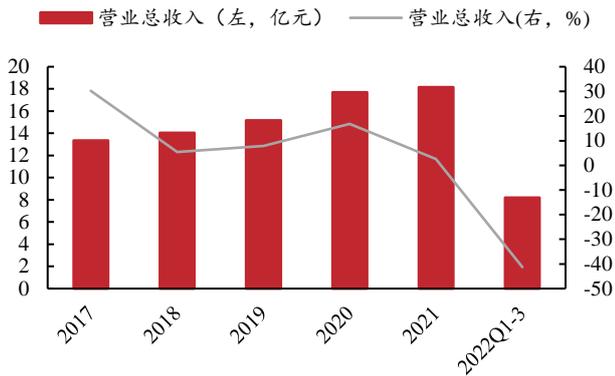
| 姓名 | 职务 | 主要工作经历 |
|-----|--------------|---|
| 黎福超 | 董事长、董事 | 中欧国际工商学院 EMBA，高级工程师。曾任广西桂林汽车零部件总厂厂长、桂林福达股份有限公司总经理。现任广西壮族自治区工商联副主席。 |
| 黎 锋 | 董事、总经理 | 在读中欧国际工商学院 EMBA，中国人民解放军桂林空军学院毕业，本科学历，工程师。2009年10月进入福达公司，历任福达股份国际业务部副经理、上海福达总经理等。 |
| 吕桂莲 | 董事 | 毕业于广西大学会计专业，中欧国际工商学院 EMBA，高级经济师、注册会计师、注册资产评估师、注册税务师。曾任福达集团财务总监、副总经理，福达股份副总经理、财务总监等。 |
| 王长顺 | 董事、副总经理 | 南京理工大学毕业，本科学历，中欧国际工商学院 EMBA，高级工程师。曾任青海曲轴厂技术副厂长，东风车桥股份有限公司监事兼青海曲轴分公司总工程师等。 |
| 张海涛 | 董事、副总经理、财务总监 | 毕业于江西财经大学注册会计师专门化专业，中欧国际工商学院 EMBA，中国注册会计师，中级会计师。历任大信会计师事务所有限公司项目经理、部门副经理；福达股份总经理助理等。 |
| 廖抒华 | 董事 | 吉林大学车辆工程专业研究生毕业，工学硕士学位，教授，硕士生导师，广西车辆工程重点学科汽车动态仿真与控制方向学术带头人。国家火炬计划评议专家、科技部创新人才推进计划评议专家等。曾任 011 基地第一设计所设计师、广西工学院土木工程结构教研室主任等。 |
| 秦 联 | 独立董事 | 华南工学院锻压专业本科，工学学士，高级工程师。曾任桂林客车集团公司董事长兼桂林大宇客车公司董事长、桂林客车发展公司副董事长、上海万象汽车公司董事、福达股份董事。 |
| 李万峰 | 独立董事 | 毕业于桂林理工大学工商管理专业，工商管理硕士，律师，仲裁员。主要从事重大民商事诉讼及非诉业务办理，多次参与广西区内大中型企业设立、分立及股权收购、转让等重大项目。 |
| 蒋红芸 | 独立董事 | 本科毕业于中南财经大学（现为中南财经政法大学）审计学专业，副教授，硕士生导师，注册会计师，广西“十百千”拔尖会计人才（学术二期）。曾任桂林理工大学商学院会计系主任。 |
| 张 武 | 监事会主席 | 毕业于西北工业大学航空发动机系热能动力机械与装置专业，大专学历，工程师。历任福达集团福达股份离合器分公司总经理、福达股份技术中心主任、福达集团副总经理等。 |
| 马建龙 | 监事 | 毕业于广西大学会计专业，助理会计师。曾任福达集团财务部副经理，桂林福达地产有限公司总经理助理兼财务部经理，福达集团财务部副经理、福达集团投资管理部业务专家。 |
| 段全贺 | 职工监事 | 湖南大学应用经济学硕士，经济师。曾先后历任福达集团党群部副部长、桂林曲轴公司乘用车曲轴分公司总经理助理兼综合科科长、桂林曲轴公司总经理助理、副总经理。 |
| 黄 斌 | 副总经理 | 天津大学毕业，本科学历，高级工程师。曾担任柳州延龙新能源汽车有限公司总经理、福达集团总经理助理兼总工程师。 |
| 蒋卫龙 | 董事会秘书 | 中山大学工商管理硕士。曾任广西新闻记者，人民网广西频道财经部主任，上海证券报广西区总监，福达股份证券部经理，证券事务代表，现任福达股份董事会秘书。 |

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 曲轴业务为公司核心产业，拓宽经营边界助力营收增长

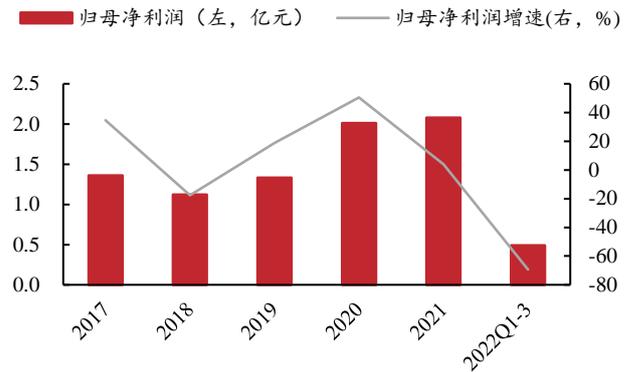
公司营收长期增长，2022 年前三季度受疫情冲击、车市下行影响承压。
近年来公司积极在客户国际化、产品高端化、扩大非道路机械配套等方面进行转型升级，逐步调整产品结构，同时抓住新能源汽车发展机遇。2022 年前三季度受疫情冲击、汽车行业下行影响，公司营收、归母净利润承压，随着疫情缓解、供应链修复，公司营收有望回升。2022 年前三季度，公司营收达 8.19 亿元，同比下降 41.29%；归母净利润达 0.49 亿元，同比下降 69.35%。

图表4. 2017-2021 年公司营收长期增长



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

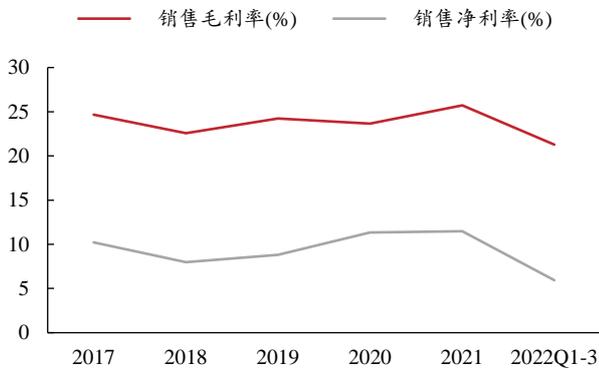
图表5. 2022 年公司归母净利润有所承压



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

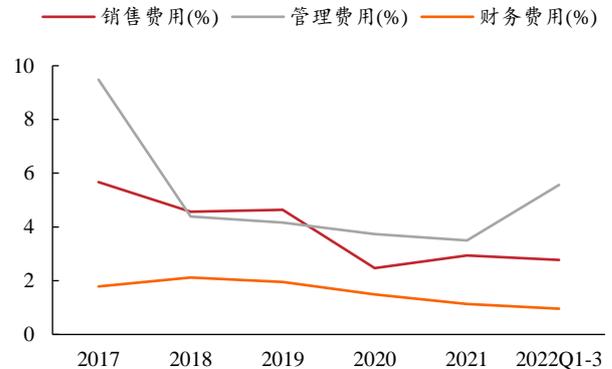
公司盈利能力稳定，2022 年前三季度受原材料价格上涨影响毛利率略有下滑。近五年公司毛利率、净利率水平稳中有增，2021 年毛利率达 25.72%、净利率达 11.48%。公司费控能力良好，销售、管理、财务费用率近五年均呈下降趋势。2022 年前三季度，受原材料价格上涨影响毛利率小幅下滑，达 21.28%，较 2021 年下降 4.44pct。

图表6. 公司毛利率水平稳定



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

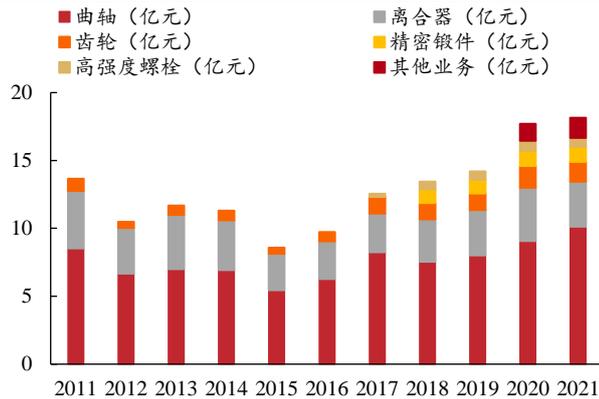
图表7. 公司费控能力良好



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

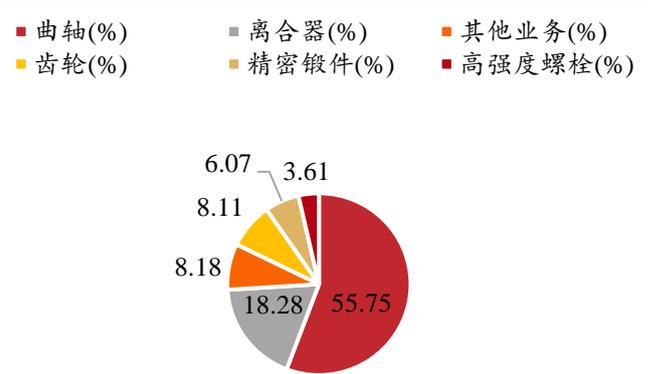
产品结构持续优化，曲轴业务贡献 55.75% 营收。近年来公司在稳定原有曲轴、离合器、齿轮业务基础上，推进多元化经营策略，不断开拓新产品、新市场，积极布局精密锻件、高强度螺栓等领域。2021 年，公司五大主要业务曲轴、离合器、齿轮、精密锻件、高强度螺栓营收分别占比 55.75%、18.28%、8.11%、6.07%、3.61%。

图表8. 曲轴为公司主要产品



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 东亚前海证券研究所

图表9. 2021年曲轴业务营收占比达55.75%



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 东亚前海证券研究所

1.3. 公司工艺技术、装备水平领先，优质客户资源巩固行业地位

工艺技术及装备水平领先国内同行。公司搭载国内先进装备，积极引进海外先进设备及生产线，掌握轴颈及圆角淬火、圆角滚压等多项核心技术，可实现各产品研发、生产、试验及检测过程全覆盖。公司技术专业化水平深受行业认可，被认定为国家高新技术企业，先后荣获专精特新“小巨人”企业、2021 中国机械 500 强、广西工业龙头企业、广西第一批制造业单项冠军示范企业等荣誉称号。

(1) **曲轴**：搭载曲轴法兰孔、轴承孔专机、油孔柔性加工专机等国内领先装备，积极引进德国 ALFING KESSLER 淬火机床、英国 LANDIS 双主轴 CBN 数控随动磨床等海外装备，并持续推进智能化改造，现已建成 4 条曲轴全自动生产线，掌握圆角滚压、圆角淬火强化处理技术；

(2) **离合器**：引进奥地利 AICHELIN 热处理生产线，拥有离合器耐高速性能试验机、盖总成高精度综合性能检测机、整车噪音振动测试机、从动盘高精度扭转特性检测机等先进设备，离合器组装、检测装备水平领先；

(3) **螺旋锥齿轮**：拥有德国 KLINGELNBERG C27 数控铣齿机等国内、外领先的全数控螺旋锥齿轮干切机、研齿等齿轮加工设备，引进奥地利 AICHELIN 全自动可控气氛环形热处理生产线，可自主完成齿轮的渗碳、直淬、压淬、清洗、回火等工序的处理；

(4) **精密锻件**：组建 6 条锻造生产线并搭载 14000 吨、8000 吨、6300 吨、2 台 4000 吨热模锻压力机（俄罗斯 TMP）及 12500 吨热模锻压力机（中国二重），产能规模及装备水平行业领先。

图表10. 公司为专精特新“小巨人”企业



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表11. 公司曲轴生产设备



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司客户资源优质，赋能长远发展。公司为 50 多家国内外知名整车、发动机、工程机械及车桥生产企业提供配套，凭借长期积累的专业技术经验及规模优势，现已取得国内、外客户的高度认可，获得多家配套厂商颁发的核心供应商、年度优秀供应商等称号，部分产品取得配套厂商特定系列产品的独家配套资格。公司与优质客户资源建立起长期合作关系，助力巩固行业地位并为拓宽产品线奠基，主要客户包括宝马、奔驰、比亚迪、东风康明斯、三一重工等。

图表12. 公司客户资源优质



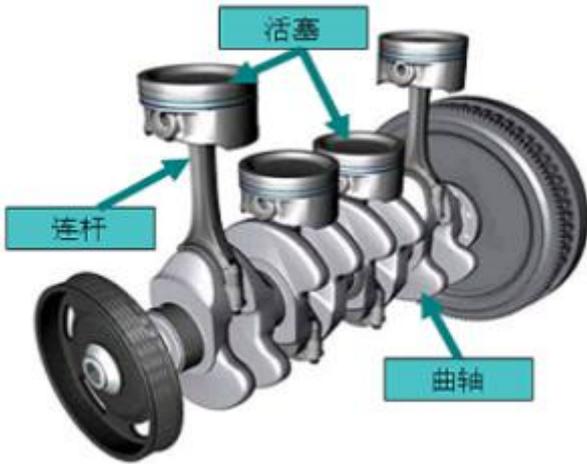
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 曲轴是内燃机核心零部件，进入壁垒较高，且集中度正在不断上升

曲轴是内燃机五大核心零部件之一。内燃机的五大核心零部件：缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴，其中曲轴由碳素结构钢或球墨铸铁制成，在发动机工作过程中，曲轴与连杆配合，将作用在活塞上的气体压力转变为曲轴的转矩，再通过飞轮实现动力输出。曲轴的精度、刚度、耐磨性等性能很大

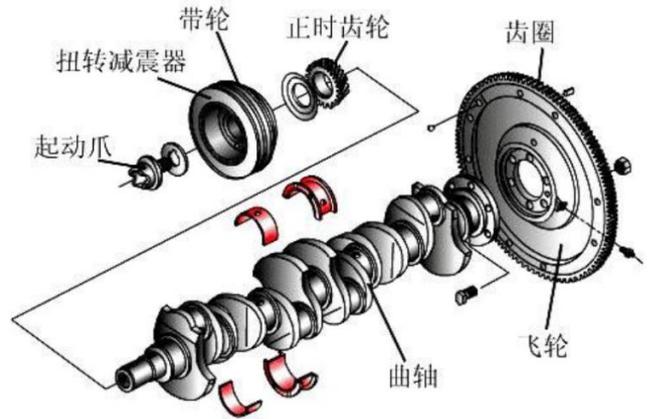
程度上决定着内燃机整机的工作性能和工作寿命，对汽车性能、燃油经济性、环保排放有重要影响。

图表13. 曲轴在内燃机内部的结构图



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

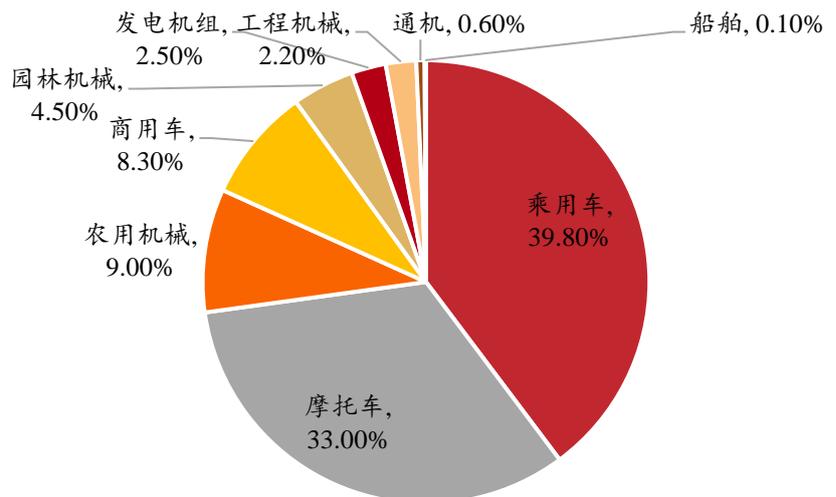
图表14. 曲轴结构拆分图



资料来源：盖世汽车，华经情报网，东亚前海证券研究所

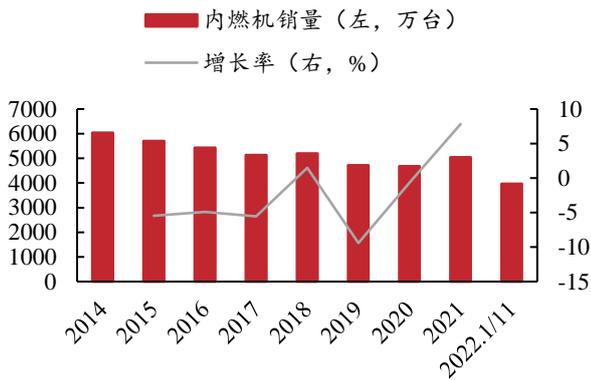
曲轴与内燃机的配套比例约为 1:1，规模与内燃机直接相关。曲轴和内燃机为 1:1 的对应关系，因此曲轴的产销规模与内燃机产销规模直接相关。当前由于存量更换和混动车型销量的增长，内燃机行业产销量正在逐步增加。根据《内燃机行业“十四五”发展规划》的估计，“十四五”期间每年有 8000 万台新品内燃机的需求，尤其是在乘用车领域内燃机需求预计将持续增长。2021 年乘用车内燃机销量达到 1874.48 万台，同比增长 0.64%。

图表15. 2021 年中国内燃机细分领域占比



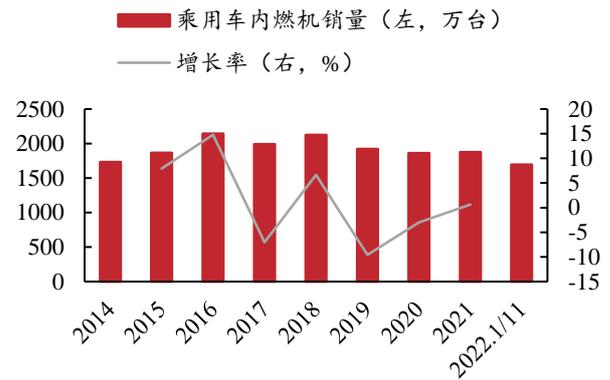
资料来源：华经情报网，东亚前海证券研究所

图表16. 2014-2022年内燃机销量情况



资料来源: iFinD, 中国内燃机工业协会, 东亚前海证券研究所

图表17. 2014-2022年乘用车内燃机销量



资料来源: iFinD, 中国内燃机工业协会, 东亚前海证券研究所

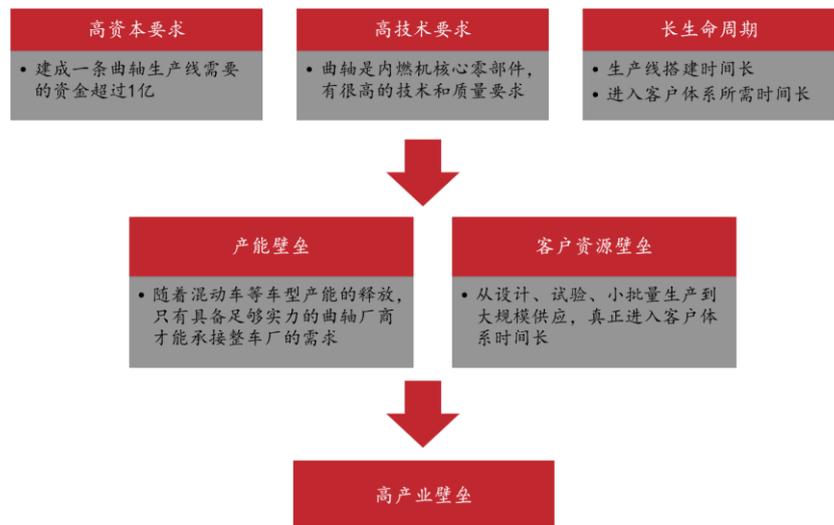
图表18. 2021年我国曲轴市场规模

| | 乘用车 | 摩托车 | 农用机械 | 商用车 | 园林机械 | 工程机械 | 船舶 |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 2021年内燃机销量(万台) | 1874.48 | 1665.63 | 454.26 | 418.93 | 227.13 | 111.04 | 5.05 |
| 曲轴均价(元/台) | 500 | 100 | 900 | 2500 | 800 | 2500 | 40000 |
| 市场规模(亿元) | 93.72 | 16.66 | 40.88 | 104.73 | 18.17 | 27.76 | 20.19 |
| 总市场规模(亿元) | 322.12 | | | | | | |

资料来源: 华经情报网, 中国内燃机工业协会, 东亚前海证券研究所

曲轴行业重资产、高技术特征显著, 产能以及客户资源为主要壁垒。根据公司公告, 曲轴加工难度大, 设备投资高, 其对于生产企业的技术水平以及设备投资有较高的要求。此外, 曲轴作为内燃机的核心零部件, 其质量对内燃机的工作性能和工作寿命有重要影响, 因此内燃机生产企业对曲轴供应商要求严格, 客户资源壁垒也较为明显。当前随着混动汽车产能的进一步释放, 具备足够实力的曲轴厂商更易承接整车厂的需求。

图表19. 曲轴行业的高壁垒



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

行业较为集中，未来头部企业份额有望进一步上升。由于较高的行业壁垒，行业的竞争格局较为集中，国内商用车发动机曲轴市场中，主要生产企业包括福达股份、天润工业、辽宁五一八等；在乘用车发动机曲轴市场中，福达股份具备较高的市场地位。由于曲轴是发动机核心零部件，很多主机厂会选择自己生产。根据华经产业研究院，目前随着独立曲轴厂商不断提升核心技术，主机厂为控制风险将把曲轴生产更多地向独立曲轴厂转移，头部厂商有望承接主机厂向外转移的需求。同时由于曲轴行业高投资壁垒的特性，头部企业市场份额有望进一步提升。

图表20. 曲轴行业公司年产能和主要客户

| 公司 | 年产能 (万支) | 主要客户 |
|-------|-------------|--|
| 福达股份 | 129 | 玉柴机器、上海日野、康明斯、玉柴联合动力、日本洋马、吉利控股、比亚迪汽车工业、东风乘用车、德国MTU、上菲红、奔驰、沃尔沃、上汽通用五菱、东风本田、柳汽等 |
| 天润工业 | 209 | 上柴动力、潍柴、戴姆勒、卡特彼勒、康明斯、约翰迪尔等 |
| 浩物股份 | 178 | 长安、吉利、广汽、江淮、安徽康明斯、比亚迪、奇瑞、北汽福田、东风小康、东安动力、东安三菱、五菱柳机、云内动力、宝沃、长城、华晨；日本三菱、广汽三菱、久保田等 |
| 辽宁五一八 | 80 | 美国康明斯、通用电气、三菱汽车、潍柴动力、玉柴集团、日本大发、一汽大柴、一汽锡柴、三一重工、安庆中船柴油机、中国中车等 |
| 江苏松林 | 50 | 中国重汽、潍柴动力、上柴动力、中国一拖、一汽锡柴、东风公司、北汽福田、安徽全柴、天津雷沃等 |

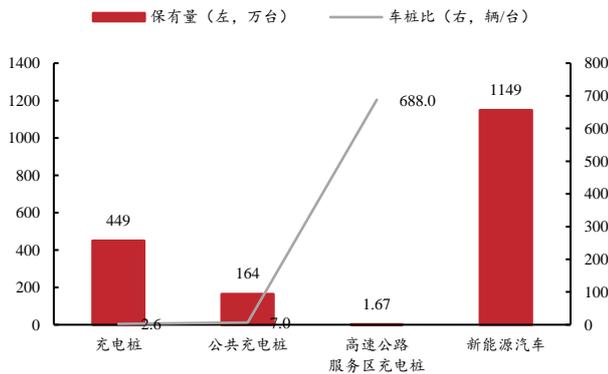
资料来源：公司公告，公司官网，东亚前海证券研究所

3. “混动崛起+商用车复苏”带动曲轴放量，新能源电驱动齿轮打开新成长空间

3.1. 混动崛起，公司成为比亚迪 DM-i 系统核心供应商

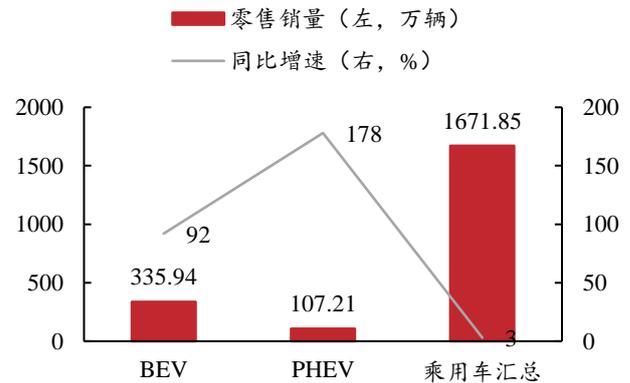
充电桩数量短缺、结构失衡，混动为现阶段重要方向。从数量上看，我国车桩比仅达 2.6: 1；从结构上看，充电桩集中分布于经济较为发达的东部沿海省市，且 90% 以上的充电桩均建设在城市市区范围。充电桩数量短缺、结构失衡的现状无法完全支撑纯电车主充电需求，而混动汽车可通过燃油补充能量，且亏电油耗远低于同级别燃油车，更具燃油经济性的同时能有效缓解里程焦虑，近年来销量增速迅猛。《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》指出，到 2035 年，销量占比约 50% 的燃油车将全部改为混合动力汽车，混动汽车发展前景可观。乘联会数据显示，2022 年 1-10 月，PHEV 混动车型零售量同比增速远超乘用车总体以及 BEV 车型同比增速水平。

图表21. 2022年9月我国车桩比约达2.6:1



资料来源：中国充电联盟，东亚前海证券研究所

图表22. PHEV 混动车型零售量同比增速最高(2022年1-10月)



资料来源：乘联会，东亚前海证券研究所

插混车型有较大潜力，消费者重点关注性价比。目前纯电动汽车需求主要集中在15万以下及20-30万价格带，低端车型以满足消费者代步需求为主，高端车型电池容量大但售价较高。新出行发布的《2021中国用户新能源车消费决策和态度调研报告》显示，购车预算在10-20万的消费者数量最多。而目前插混车型需求多集中于10-20万元区间，插混在此区间有较大的潜力。《2022年上半年中国购车用户趋势洞察》显示，消费者选择混动产品时对性价比、经济性更为关注。

图表23. 纯电动汽车各价位段分布

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022Q1-Q3 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 5万以下 | 3.2% | 0.4% | 13.8% | 23.9% | 18.7% |
| 5-10万 | 40.6% | 37.1% | 22.8% | 16.1% | 17.6% |
| 10-15万 | 26.2% | 35.7% | 19.8% | 17.3% | 21.5% |
| 15万-20万 | 20.8% | 18.7% | 17.0% | 12.7% | 15.3% |
| 20-30万 | 6.4% | 5.4% | 21.5% | 25.2% | 22.9% |
| 30-40万 | 1.1% | 1.6% | 3.6% | 3.6% | 2.8% |
| 40万以上 | 1.7% | 1.1% | 1.5% | 1.2% | 1.2% |
| 纯电渗透率 | 3.3% | 4.0% | 4.9% | 13.0% | 20.2% |

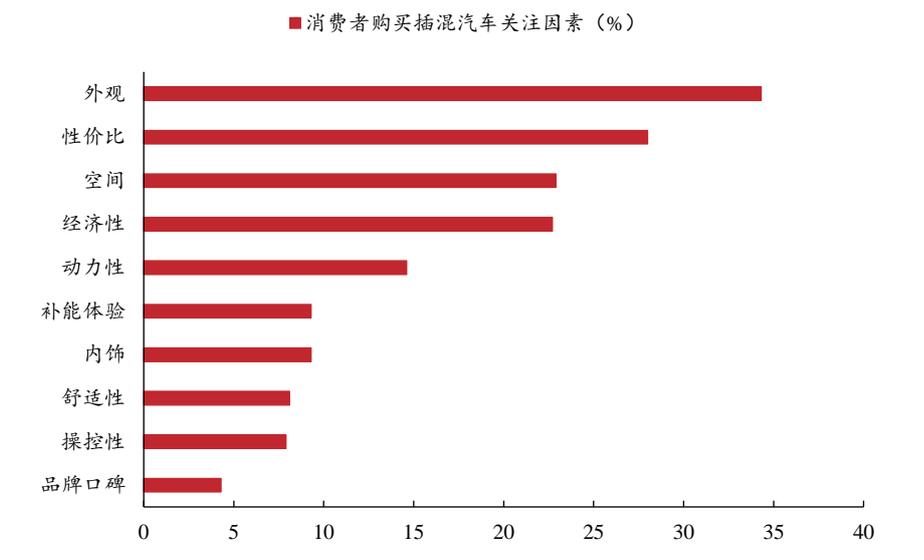
资料来源：乘联会，东亚前海证券研究所

图表24. 插混汽车各价位段分布

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022Q1-Q3 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 5万以下 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% |
| 5-10万 | 31.8% | 15.3% | 7.6% | 22.1% | 23.4% |
| 10-15万 | 35.8% | 23.5% | 15.0% | 24.2% | 33.6% |
| 15万-20万 | 35.8% | 23.5% | 15.0% | 24.2% | 33.6% |
| 20-30万 | 23.3% | 44.3% | 44.8% | 28.7% | 25.8% |
| 30-40万 | 2.9% | 2.7% | 16.9% | 17.5% | 12.0% |
| 40万以上 | 6.3% | 14.2% | 15.8% | 7.5% | 5.1% |
| 插混渗透率 | 1.1% | 1.0% | 1.1% | 2.7% | 5.8% |

资料来源：乘联会，东亚前海证券研究所

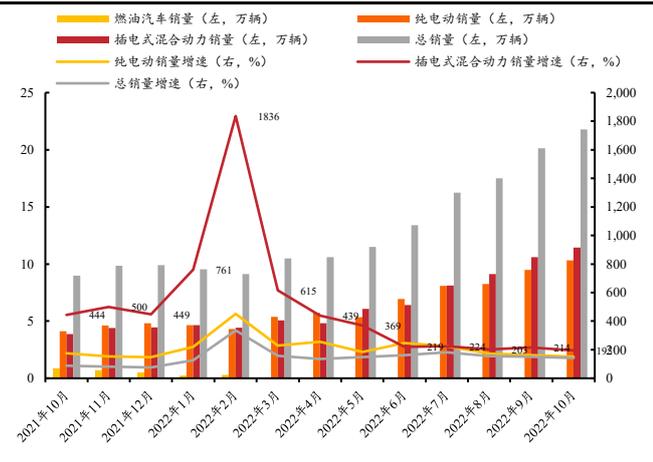
图表25. 性价比、经济性为消费者选择混动产品重点关注因素



资料来源：易车，东亚前海证券研究所

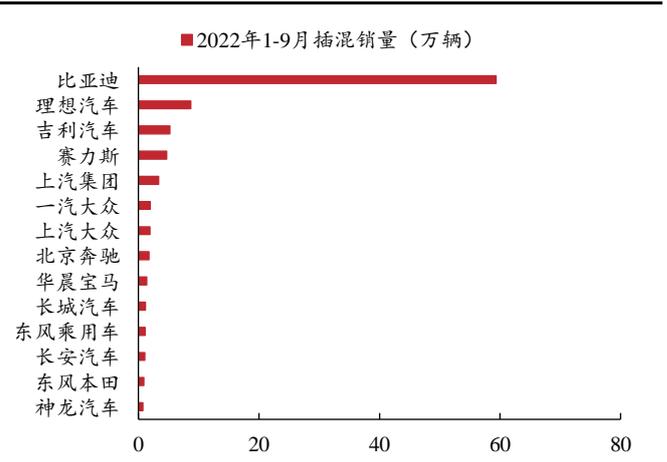
比亚迪依靠高性价比以及综合素质，成为混动市场最大玩家。比亚迪自主研发的 DM 混动系统主打“以电为主”的理念，从电机端发力，搭建以“大容量电池+大功率电机+先进电控系统”为特色的 DM 平台，兼顾动力性、节油性。凭借“高马力、低油耗”搭配，比亚迪混动产品销量增速迅猛，且具备极强的市场竞争力。2022 年 1-10 月比亚迪插混产品累计销量约 70.8 万辆，同比增幅 283.6%，远超其纯电车销量增速。盖世汽车数据显示，比亚迪插混销量大幅领先竞争对手。

图表26. 2022 年比亚迪插混销量增速领先纯电



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表27. 比亚迪插混销量优势凸显



资料来源：富通智数，盖世汽车，东亚前海证券研究所

积极把握乘用车市场，公司成为比亚迪 DM-i 混动系统曲轴核心供应商。公司把握乘用车市场良好的发展态势，扩大与奔驰、沃尔沃、吉利、比亚迪等公司曲轴及锻件产品业务合作，同时瞄准新能源混动汽车快速发展

带来的机遇，深度绑定比亚迪，成为 DM-i 系列车型核心曲轴供应商，为其研发出 472、476 两款曲轴产品。受益于比亚迪混动车放量，公司现已成为新能源混动车曲轴行业龙头。目前公司为比亚迪、吉利、上汽通用、东风乘用车、理想汽车及柳州赛克等知名车企混合动力车型提供曲轴及毛坯产品，并不断开拓新客户，随新能源混动车高速发展，公司曲轴业务有望维持高速增长。

图表28. 新能源混动车领域客户资源优质



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 商用车有望触底回升，公司商用车配套有望放量

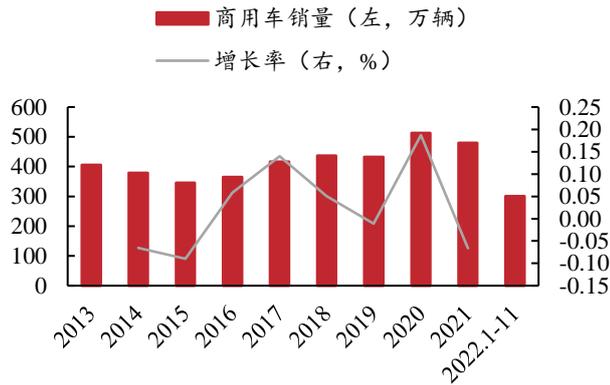
受疫情以及国标切换影响，商用车景气度较为低迷。从 2020 年起我国商用车销量持续下降，2022 年上半年，商用车产销量分别为 168.3 万辆和 170.2 万辆，同比下降 38.5% 和 41.2%。商用车市场整体状态低迷的原因主要有三点：

第一，受“国五”标准到“国六”标准切换影响，2021 年上半年出现了较长时间的购车高峰，同时“蓝牌轻卡”新政策出台，两者造成商用车需求提前兑现，目前用车换购动力不足；

第二，受房地产等行业开发速度减缓，物流行业景气度下降影响，商用车市场下行压力加剧；

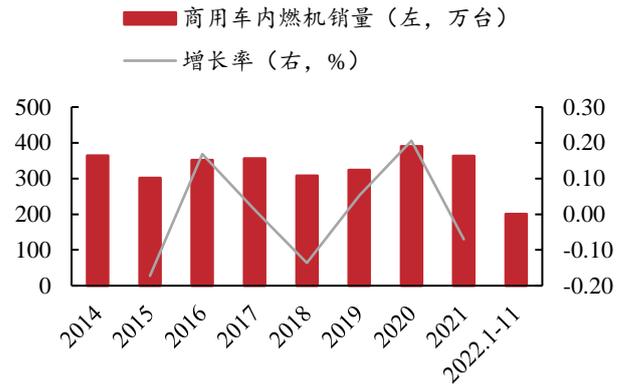
第三，今年国内多地疫情反弹，对经济活动造成负面影响，这也导致了商用车市场供给和需求同时下降。

图表29. 2013-2022年商用车销量



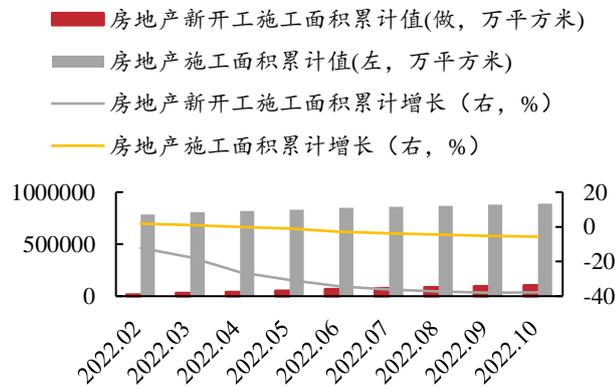
资料来源: 中国内燃机工业协会, 东亚前海证券研究所

图表30. 2014-2022年商用车内燃机销量



资料来源: 中国内燃机工业协会, 东亚前海证券研究所

图表31. 2022年2-10月中国房地产施工面积



资料来源: 国家统计局, 东亚前海证券研究所

图表32. 2014-2023年中国GDP增长率



资料来源: 世界银行, 《经济蓝皮书》, 东亚前海证券研究所

防疫政策优化,经济快速重启,商用车景气度有望回升。2020年11月,国务院联防联控机制综合组发布了优化防控工作的二十条措施,包括不再判定密接的密接,最大限度减少管控人员,落实企业和工业园区防控措施等。防疫二十条发布后,由于对新冠防控的放松,预期消费者支出增加,《经济蓝皮书:2023年中国经济形势分析与预测》预计2023年中国经济增长5.1%左右,中国经济呈现进一步复苏态势。预计未来随着经济复苏,商用车市场会逐渐恢复,中汽协预计2023年中国商用车销量为380万辆,同比增长15%。

公司积极扩大国内商用车市场份额,商用车配套产品有望回升。公司商用车客户包括玉柴、福田康明斯、东风康明斯、安徽康明斯和江铃重卡等,当前公司紧抓商用车市场,不断扩大现有国内优质商用车客户市场份额,同时公司的客户也正以境内整车厂、主机厂为主逐步发展为境内外客户并重的新格局。

图表33. 公司曲轴产品商用车客户

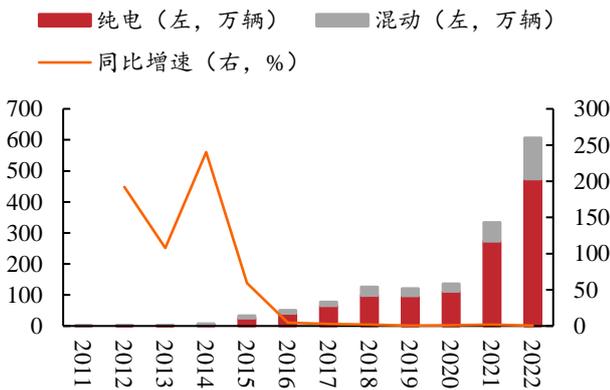


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 推进新能源汽车电驱齿轮项目，加大押注新能源

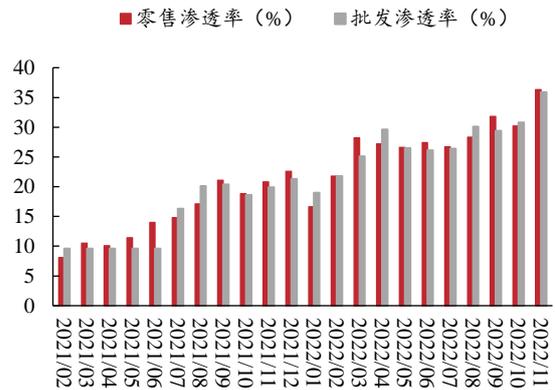
新能源渗透率快速提升，发展确定性较高。根据中汽协数据，2022年1-11月国内新能源汽车累计销量606.4万辆，同比增长81.9%。11月新能源汽车零售渗透率达36.3%，批发渗透率为35.9%，呈稳步增长态势。新能源汽车的发展动力正逐步从政策驱动转向市场驱动，其发展的确定性依然较高。根据艾媒咨询，预计到2025年国内新能源汽车市场规模可达到2.31万亿元，2020-2025年CAGR可达46.7%。

图表34. 我国新能源汽车销量快速上升



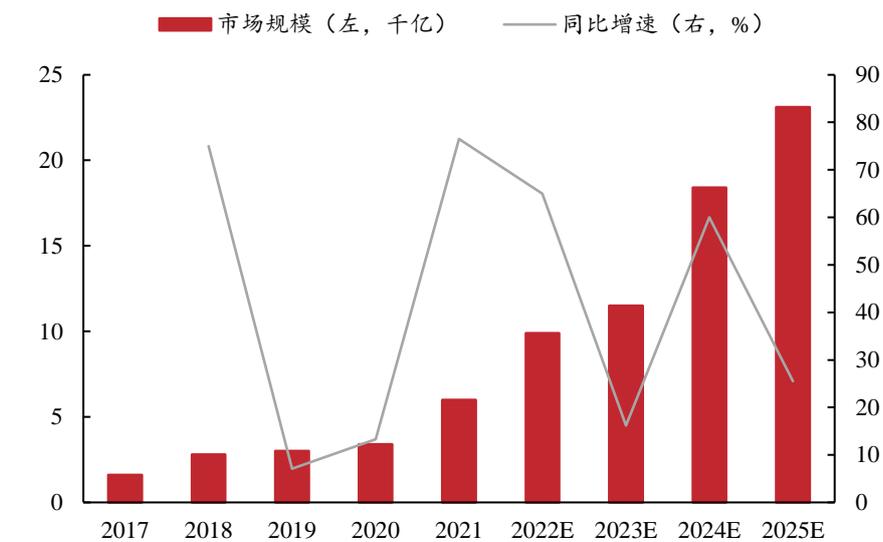
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表35. 我国新能源汽车渗透率呈增长趋势



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表36. 我国新能源市场规模或将进一步增大



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

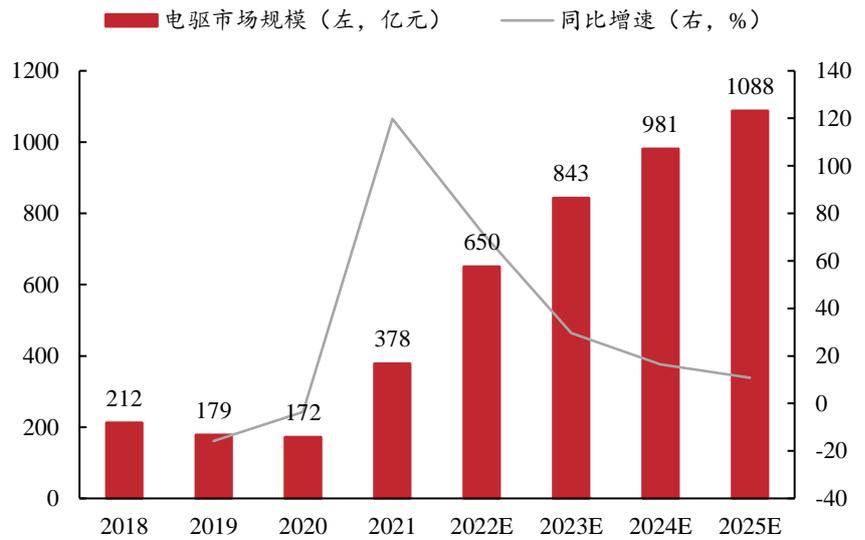
三电系统是新能源汽车核心零部件，电驱市场规模有望在 2025 年达到 1195 亿元。“三电”指电动机、动力电池与电控系统，共同组成新能源汽车的动力系统，直接决定整车的动力性能。其中电驱系统主要为新能源汽车提供动力；电源系统直接决定新能源汽车的续航里程；电控系统则直接决定新能源汽车的爬坡、加速、最高车速等性能。据华经产业研究院预测，2025 年我国电驱系统市场规模将增长至约 1088 亿元。

图表37. 三电系统及功能介绍

| 系统组件 | 主要功能 |
|----------|--|
| 电驱系统 | 驱动电机为新能源汽车提供动力 |
| 电源系统 | 为新能源汽车提供电能，直接决定续航里程 |
| 电机、电控单系统 | 采集油门、制动踏板、方向盘等各种信号，并根据相应的信息发出相应的指令，直接决定新能源汽车的爬坡、加速、最高车速等性能 |

资料来源：太平洋汽车，东亚前海证券研究所

图表38. 2025年我国电驱系统市场规模将增长至约1088亿元



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

推进新能源汽车电驱动系统高精密齿轮智能制造建设项目，公司进一步加大新能源布局。多合一电驱动系统是纯电动汽车的核心部件，而由高精度齿轮、齿轮轴组成的减速箱是电驱系统的核心组成部分之一。根据公司公告，随着汽车全产业链协同研发和制造能力的提升，主机厂研发重心主要集中在控制系统和总成开发，对高精度齿轮则偏向于向供应商采购。公司积极推进新能源汽车电驱动系统高精密齿轮生产线项目，项目一期预计将于2023年6月竣工验收完成，建成后可年产新能源电驱动系统高精密齿轮60万套，预期可实现年销售收入39300万元，利润6428万元。公司有望借此把握新能源发展带来的新机会。

图表39. 福达新能源汽车电驱动系统齿轮制造项目（一期）开工活动



资料来源：公开资料，东亚前海证券研究所

图表40. 公司齿轮产品



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设：

1. 公司加快乘用车、商用车领域曲轴业务新客户的开发，积极把握新能源混动车发展的良好势头，我们预计 2022-2024 年公司曲轴业务收入增速为-40%、80%、40%，对应毛利率分别为 25%、27%、28%。
2. 公司离合器业务拥有技术质量优势及性价比优势，产品不断向高端化、差异化方向发展，我们预计 2022-2024 年公司离合器业务收入增速为-40%、25%、25%，对应毛利率分别为 20%、23%、23%。
3. 公司积极发力新能源电驱齿轮产品，我们预计 2022-2024 年公司齿轮业务收入增速为-30%、80%、40%，对应毛利率分别为 26%、28%、28%。

4.2. 投资建议

基于以上假设，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 11.97/18.48/24.53 亿元，归母净利润分别为 0.69/1.93/3.11 亿元，EPS 分别为 0.11/0.30/0.48 元/股。基于 2022 年 12 月 23 日收盘价 6.16 元计算，对应的 PE 分别为 57.47/20.58/12.79 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

宏观经济超预期波动：公司下游汽车产业受宏观经济影响较大，若宏观经济出现超预期波动，有可能导致公司产品需求不及预期。

汽车行业景气度不及预期：公司发动机曲轴、汽车离合器、螺旋锥齿轮、高强度螺栓等业务与汽车行业的景气程度相关度较大。若汽车市场发展不及预期，公司业绩或将受到影响。

原材料价格波动风险：钢材等为公司生产的主要原材料，若未来钢材等原材料价格波动幅度进一步加大，将对公司经营造成不确定性的影响。

利润表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1814.61 | 1197.11 | 1847.75 | 2453.38 |
| %同比增速 | 2.50% | -34.03% | 54.35% | 32.78% |
| 营业成本 | 1347.86 | 957.13 | 1418.14 | 1853.82 |
| 毛利 | 466.75 | 239.98 | 429.60 | 599.56 |
| %营业收入 | 25.72% | 20.05% | 23.25% | 24.44% |
| 税金及附加 | 15.09 | 11.97 | 16.03 | 22.07 |
| %营业收入 | 0.83% | 1.00% | 0.87% | 0.90% |
| 销售费用 | 53.37 | 44.00 | 55.18 | 73.58 |
| %营业收入 | 2.94% | 3.68% | 2.99% | 3.00% |
| 管理费用 | 63.53 | 60.74 | 67.45 | 74.03 |
| %营业收入 | 3.50% | 5.07% | 3.65% | 3.02% |
| 研发费用 | 101.73 | 73.14 | 98.80 | 127.90 |
| %营业收入 | 5.61% | 6.11% | 5.35% | 5.21% |
| 财务费用 | 20.61 | 10.61 | 12.39 | 10.38 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 0% |
| 资产减值损失 | -6.64 | -10.00 | -7.30 | -7.98 |
| 信用减值损失 | 2.18 | 10.00 | 2.51 | 4.89 |
| 其他收益 | 41.23 | 29.93 | 46.19 | 61.33 |
| 投资收益 | -2.55 | -1.52 | -2.64 | -3.35 |
| 净敞口套期收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.04 | 0.01 | 0.01 | 0.02 |
| 资产处置收益 | 0.52 | 0.08 | 0.10 | 0.23 |
| 营业利润 | 247.20 | 68.03 | 218.63 | 346.75 |
| %营业收入 | 13.62% | 5.68% | 11.83% | 14.13% |
| 营业外收支 | -22.13 | -2.90 | -2.90 | -2.90 |
| 利润总额 | 225.08 | 65.13 | 215.73 | 343.85 |
| %营业收入 | 12.40% | 5.44% | 11.68% | 14.02% |
| 所得税费用 | 16.75 | -4.14 | 22.35 | 32.71 |
| 净利润 | 208.33 | 69.26 | 193.38 | 311.15 |
| %营业收入 | 11.48% | 5.79% | 10.47% | 12.68% |
| 归属于母公司的净利润 | 208.33 | 69.26 | 193.38 | 311.15 |
| %同比增速 | 3.86% | -66.75% | 179.20% | 60.90% |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EPS (元/股) | 0.34 | 0.11 | 0.30 | 0.48 |

基本指标

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.34 | 0.11 | 0.30 | 0.48 |
| BVPS | 4.08 | 3.69 | 3.99 | 4.47 |
| PE | 25.56 | 57.47 | 20.58 | 12.79 |
| PEG | 6.62 | — | 0.11 | 0.21 |
| PB | 2.13 | 1.67 | 1.54 | 1.38 |
| EV/EBITDA | 12.54 | 18.14 | 10.41 | 6.81 |
| ROE | 8% | 3% | 8% | 11% |
| ROIC | 8% | 3% | 7% | 10% |

资产负债表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金 | 477 | 453 | 462 | 788 |
| 交易性金融资产 | 0 | 20 | 20 | 20 |
| 应收账款及应收票据 | 484 | 264 | 405 | 283 |
| 存货 | 372 | 336 | 419 | 370 |
| 预付账款 | 23 | 33 | 33 | 33 |
| 其他流动资产 | 246 | 133 | 139 | 130 |
| 流动资产合计 | 1602 | 1239 | 1478 | 1624 |
| 长期股权投资 | 75 | 75 | 81 | 89 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 1596 | 1607 | 1605 | 1598 |
| 无形资产 | 110 | 120 | 131 | 145 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 其他非流动资产 | 273 | 276 | 276 | 298 |
| 资产总计 | 3676 | 3337 | 3590 | 3774 |
| 短期借款 | 395 | 361 | 327 | 274 |
| 应付票据及应付账款 | 435 | 390 | 477 | 398 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付职工薪酬 | 23 | 19 | 21 | 22 |
| 应交税费 | 14 | 12 | 15 | 17 |
| 其他流动负债 | 3 | 2 | 3 | 4 |
| 流动负债合计 | 869 | 784 | 843 | 715 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 170 | 170 | 170 | 170 |
| 负债合计 | 1039 | 953 | 1013 | 885 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 2638 | 2384 | 2577 | 2888 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 2638 | 2384 | 2577 | 2888 |
| 负债及股东权益 | 3676 | 3337 | 3590 | 3774 |

现金流量表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流净额 | 323 | 544 | 213 | 588 |
| 投资 | -22 | -20 | -5 | -8 |
| 资本性支出 | -221 | -171 | -145 | -182 |
| 其他 | 1 | -2 | -3 | -3 |
| 投资活动现金流净额 | -241 | -193 | -153 | -193 |
| 债权融资 | -556 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 283 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加(减少) | 464 | -34 | -34 | -53 |
| 筹资成本 | -135 | -342 | -17 | -15 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 56 | -376 | -51 | -68 |
| 现金净流量 | 138 | -25 | 9 | 326 |

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

| 地区 | 联系人 | 联系电话 | 邮箱 |
|------|-----|-------------|-----------------------|
| 北京地区 | 林泽娜 | 15622207263 | linzn716@easec.com.cn |
| 上海地区 | 朱虹 | 15201727233 | zhuh731@easec.com.cn |
| 广深地区 | 刘海华 | 13710051355 | liuhh717@easec.com.cn |

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>