



Research and
Development Center

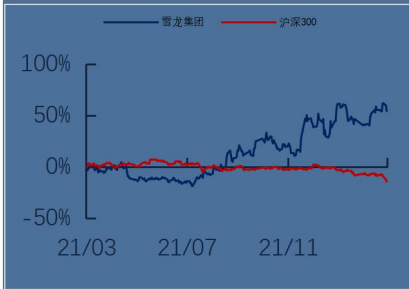
冷却风扇龙头，产品升级带动增长

—雪龙集团(603949)公司调研报告

2022年03月09日

武浩
S1500520090001
010-83326711
wuhao@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司调研报告
雪龙集团 (603949)
投资评级 增持
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	25.55
52周内股价波动区间(元)	26.81-13.47
最近一月涨跌幅(%)	-74.45
总股本(亿股)	2.10
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	53.61

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

冷却风扇龙头，产品升级带动增长

2022年03月09日

本期内容提要：

- ◆ **雪龙集团深耕发动机冷却系统 20 年，掌握行业领先技术，是商用车冷却风扇龙头企业。**公司属于汽车发动机零部件行业，业绩走势与下游商用车景气周期有关，呈波动式增长态势。公司 2020 年的营收为 4.88 亿，同比增长 33.5%，归母净利润为 1.46 亿，同比增长为 46.3%。
- ◆ **“国六”助力电控离合器风扇总成加速更新。**从总量上看，预计 22 年商用车处于下行周期，但 2023 年左右商用车的销量会有一定程度的反弹，对应发动机冷却风扇的需求也会有一定程度的增长。从结构上看，商用车要满足国六标准，要在各个环节降低排放、降低油耗。不同类型风扇总成对油耗的影响不一，所以国六标准的出台一定程度上加速了新老产品的更替，即普通风扇总成逐步向硅油离合器风扇总成和电控硅油离合器风扇总成过渡，公司有望受益该发展趋势。
- ◆ **冷却风扇绝对龙头，产品升级带动公司业绩增长。**公司主要具有以下竞争优势，1) 商用车离合器风扇总成行业龙头企业，研发水平高；2) 公司具有自主制造冷却风扇总成材料的能力，有望提升毛利率水平；3) 产品升级和海外扩张给公司带来未来新的业绩增长点。总的来看，公司有望凭借竞争优势保持业绩的增长，巩固行业龙头地位。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2022-2023 年营收分别为 4.67、6.68 亿元，同比增长 7.7%、42.8%；归母净利润分别为 1.30、2.09 亿元，同比增长 13.6%、60.4%。考虑到公司的商用车冷却风扇总成龙头地位，标的具有一定的稀缺性，且公司 2021-2023 年归母净利复合增速为 35% 的较高水平，使用 PEG 相对估值法，公司 2022-2023 年 PEG 分别为 3.24X、0.42X，公司 2023 年 PEG 小于行业均值。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**宏观经济下行导致消费力下挫风险，原材料价格上涨导致毛利下降风险，公司产能布局不及预期，商用车销量不及预期，电控风扇总成渗透率不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	365	488	434	467	668
增长率 YoY %	14.4%	33.5%	-11.0%	7.7%	42.8%
归属母公司净利润(百万元)	100	146	115	130	209
增长率 YoY%	9.3%	46.3%	-21.5%	13.6%	60.4%
毛利率%	52.9%	52.6%	45.2%	46.5%	49.9%
净资产收益率 ROE%	23.3%	15.2%	10.7%	10.8%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.48	0.70	0.55	0.62	1.00
市盈率 P/E(倍)	0.00	21.73	46.73	41.15	25.66
市净率 P/B(倍)	0.00	3.30	4.98	4.44	3.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 月 08 日收盘价

目 录

与市场不同.....	4
一. 雪龙集团：深耕冷却系统数十载.....	5
1.1 公司是商用车冷却系统龙头企业.....	5
1.2 公司股权结构稳定.....	5
1.3 公司业绩呈波动式增长.....	6
1.4 客户粘性高且均为头部车企.....	7
二. 国六助推高端风扇总成需求增长.....	8
2.1 商用车产量周期波动上行，2022 年经历高点后产量承压下行.....	8
2.2 国六助力电控离合器风扇总成加速更新.....	10
2.3 硅油离合器总成市场空间将大幅上升.....	12
2.4 商用车离合器风扇总成行业竞争格局稳定.....	12
三. 冷却风扇绝对龙头，产品升级带动公司业绩增长.....	13
3.1 公司同业竞争具有绝对优势.....	13
3.2 产品升级和海外扩张给公司带来新的业绩增长点.....	16
四. 盈利预测、估值与投资评级.....	17
盈利预测及假设.....	17
估值与投资评级.....	19
五. 风险因素.....	19

图 目 录

图 1: 雪龙集团发展历程.....	5
图 2: 公司主营产品.....	5
图 3: 雪龙集团 2020 年营收构成.....	5
图 4: 雪龙集团股权穿透图.....	6
图 5: 公司营业收入及毛利率情况（万元）.....	6
图 6: 公司归母净利润情况（万元）.....	6
图 7: 各产品营业收入及增速情况（万元）.....	7
图 8: 冷却系统营收占比变化.....	7
图 9: 雪龙集团商业模式.....	7
图 10: 2020 年公司前五名客户销售额占比情况.....	8
图 11: 2020 年商用车竞争格局.....	8
图 12: 商用车产量以及同比（万辆）.....	8
图 13: 全国排放标准实行时间.....	9
图 14: 商用车环比与排放标准实施时间点.....	9
图 15: 商用车产量、重卡产量以及基建投资同比增速（%）.....	10
图 16: 逆周期调节基建政策梳理.....	10
图 17: 三种汽车冷却风扇总成对比.....	11
图 18: 国五排放标准于国六排放标准对比.....	12
图 19: 冷却风扇总成市场空间测算（亿元）.....	12
图 20: 2019 年离合器风扇总成竞争格局.....	13
图 21: 公司主持、参与制定的国家以及行业标准.....	13
图 22: 公司竞争对手股权结构以及产能情况.....	15
图 23: 德国巴斯夫 PA 材料与公司使用的 PA 材料价格（元/吨）.....	15
图 24: 公司改性材料带来毛利贡献.....	15
图 25: 雪龙集团专利情况.....	16
图 26: 雪龙集团研发费用占营收比（%）.....	16
图 27: IPO 募投项目情况.....	17
图 28: 全球商用车销量以及同比增速（万辆）.....	17
图 29: 冷却风扇市场空间测算（亿元）.....	17
图 30: 雪龙集团销售量预测（万件）.....	18
图 31: 雪龙集团分产品营收预测（万元）.....	18
图 32: 可比公司估值情况.....	19

与市场不同

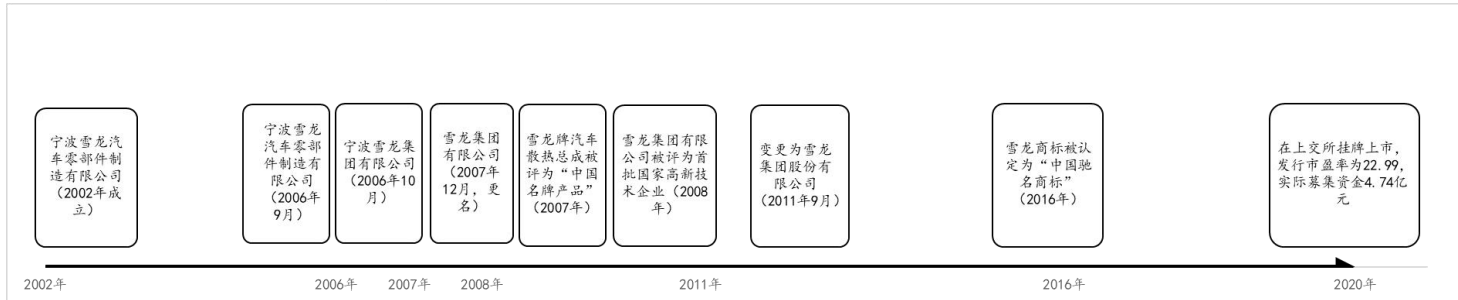
市场认为短期商用车消费淡季下，公司业绩受到较大影响。我们认为产品升级对冲短期需求压力，待得商用车消费反弹，量价齐升带来业绩爆发。商用车消费作为周期行业在经过2021年的产销高峰之后，近期开始回落，但公司抓住国六升级带来的机遇，积极布局电控硅油离合器风扇总成，享受高价带来的利润增长，对冲短期商用车需求压力。预期商用车在22年下半年-23年开始反弹，届时公司享受商用车需求反弹和产品升级两者带来的量价齐升红利，业绩有望爆发增长。

一. 雪龙集团：深耕冷却系统数十载

1.1 公司是商用车冷却系统龙头企业

雪龙集团深耕发动机冷却系统 20 年，掌握行业领先技术，具有极好的业界口碑。雪龙集团前身可以追溯到 2002 年成立的雪龙汽车零部件制造有限公司，公司主营业务是发动机风扇总成冷却系统。公司发展至今一直以发动机冷却系统作为主营业务，深耕制造核心技术，品牌产品质量收到业界的认可，在 2007 年被评为“中国名牌产品”，在 2016 年雪龙集团被授予“中国驰名商标”。技术的领先、产品的质量以及品牌的推广让雪龙集团成为了商用车冷却系统龙头企业，其商用车发动机冷却风扇市场份额是行业第一，为 35%-40%。

图 1：雪龙集团发展历程



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

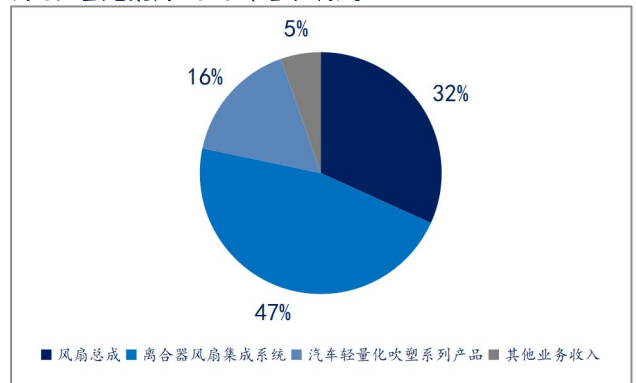
公司主营产品包括发动机冷却系统（冷却风扇总成、离合器风扇总成）和汽车轻量化吹塑件，营业收入主要来自发动机冷却系统。公司的发动机风扇冷却系统包括冷却风扇和离合器风扇总成，离合器风扇总成又分为硅油离合器风扇总成和电控硅油离合器风扇总成。普通冷却风扇总成最为简单，由塑料制备的风扇叶片和金属托班等零件组成，是初代的商用车风扇冷却装置；硅油离合器风扇总成在普通风扇总成的基础上加入了风扇离合器组件，增加其调节能力；而电控硅油离合器风扇总成使用搭配电子元件的离合器组件替代普通离合器组件，提高了调节精度，是目前市场上可以量产的最先进的冷却风扇系统。收入方面，2020 年公司的营业收入 79% 来自商用车发动机冷却系统设备，其中 47% 来自离合器风扇总成系统。公司生产的汽车轻量化吹塑产品包括水箱、进气道、空调出风管等汽车零部件，其营收占比为公司总收入的 16%。

图 2：公司主营产品



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：雪龙集团 2020 年营收构成



资料来源：Wind，信达证券研发中心

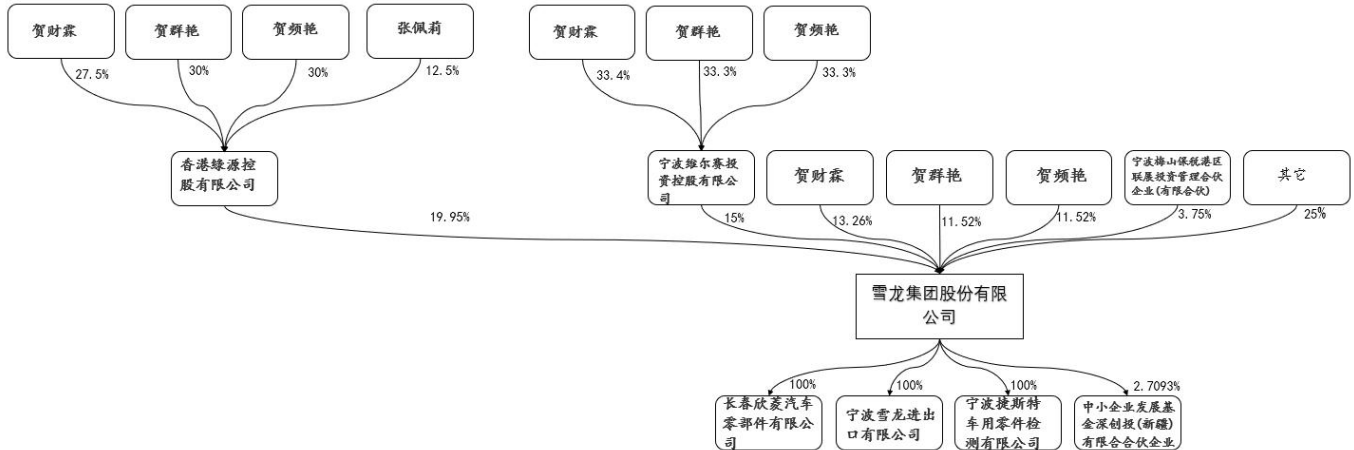
1.2 公司股权结构稳定

公司的股权高度集中、结构稳定。公司的实际控制人是贺氏父女贺财霖、贺群艳、贺频艳，截至 2022 年 2 月三者直接和间接持股总份额达到 69%，所以公司股权结构较为稳定。贺氏父女也是公司的最高管理层成员，其中贺财霖是公司董事长兼总经理，贺频艳是副董事长，贺群艳是董事。公司管理层与股东利益一致，具有较高的管理积极性。

公司掌舵人贺财霖管理公司已有 30 年，具有丰富的管理经验。贺财霖与公司的联系可以追溯到 1992 年，当时他正式成为宁波北仑汽车塑料风扇厂厂长，而该厂则是雪龙集团的前身。在贺财霖担任厂长之前，北仑汽车塑料风扇厂连年亏损，而在他的经营下，公司扭亏为盈，规模逐步壮大，在 1998 年更名为宁波雪龙汽车风扇厂，而后转为雪龙有限公司。由此可见，贺财霖具有优秀的管理经验，与公司联系较为深刻。

股权激励绑定核心人员利益，公司上下一心共发展。公司早在 2016 年就已经实施了股权激励，贺财霖将联产投资的 653 万元（409 万股）转让给了公司的管理层和核心成员，将公司利益与公司员工绑定，提高员工工作积极性，也彰显了公司管理层对未来的信心。

图 4：雪龙集团股权穿透图

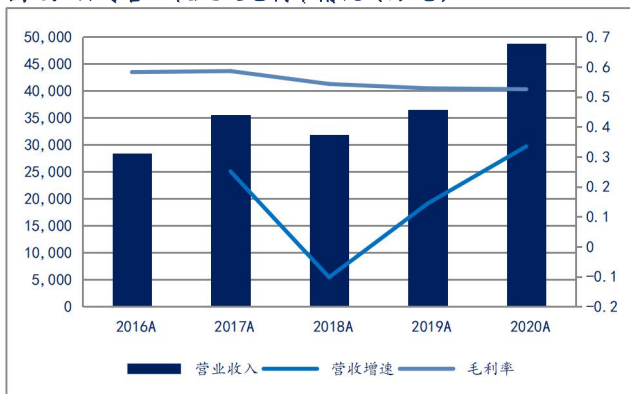


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

1.3 公司业绩呈波动式增长

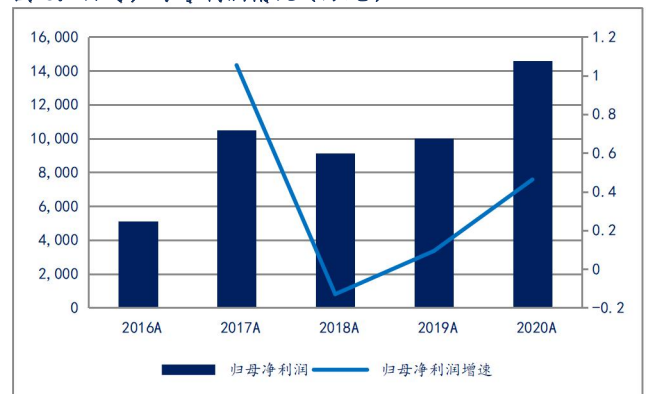
公司业绩走势与下游商用车景气周期有关，呈波动式增长态势。公司销售的发动机冷却系统主要用于商用车，风扇总成与发动机配套比例一般为 1:1，并且公司的毛利率稳定在 50%-60%，所以公司的营业收入及净利润直接与商用车的产量相关。商用车的产量具有周期波动性，而 2018 年处于商用车的产销下行周期，所以公司的营收和归母净利润处于负增长，分别为 -10.2%、-13%。但总体来说，公司的业绩处于增长态势，2016-2020 年公司的营业收入 CAGR 为 14.5%，归母净利润 CAGR 为 30%，其中 2020 年的营收为 4.88 亿，同比增长 33.5%，归母净利润为 1.46 亿，同比增长为 46.3%。

图 5：公司营业收入及毛利率情况（万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司归母净利润情况（万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

离合器风扇集成系统升级在即，促进公司业绩增长。细分产品来看，公司的离合器风扇总成占比自 2019 年起增长快于其他产品，2020 年离合器风扇总成营收为 2.27 亿，同比增速达到 52%，占总营收的 46.5%，是拉动公司业绩增长的主要因素。反观普通风扇总成的情况，营收增速在 2018 年之后比其他产品都低，2020 年营收为 1.55 亿，增速为 21%，占总营收的 31.8%。这两者的营收情况差别是商用车发动机冷却系统更新换代的体现，2017

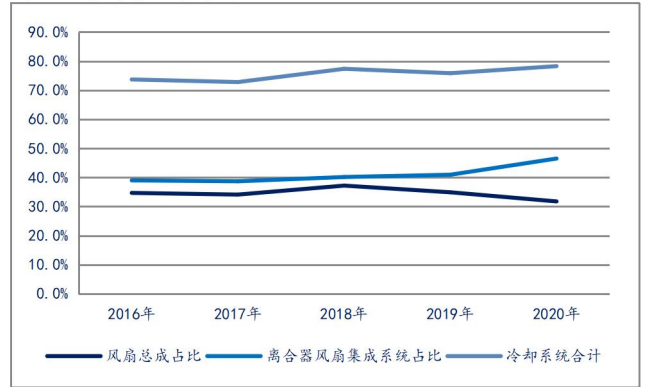
年我国汽车排放标准变为国五，更严格的油耗、排放量的指标促使冷却系统向更有效率的离合器风扇总成更新，所以公司的离合器风扇总成的营收增长快于普通风扇总成。对于与发动机 1: 1 的配套的发动机冷却系统，产品的需求量被商用车的产量确定，所以高价产品的更新相当于提高了冷却系统的市场空间。新老产品的更替时期可以刺激公司的业绩大幅增长。

图 7: 各产品营业收入及增速情况 (万元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 冷却系统营收占比变化

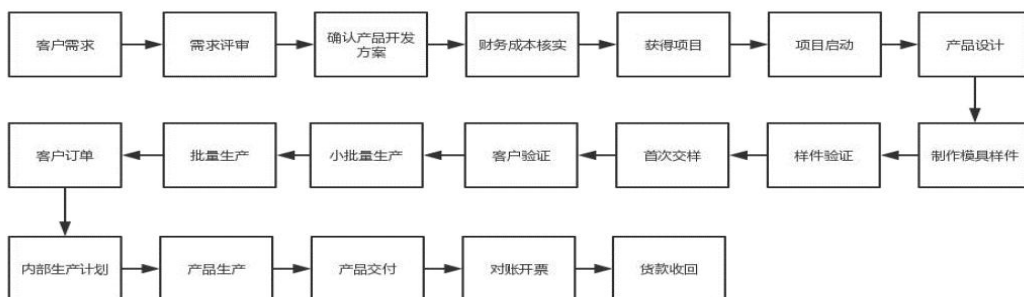


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.4 客户粘性高且均为头部车企

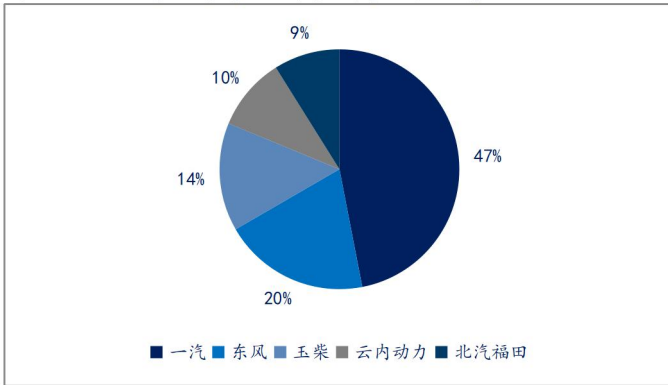
发动机冷却系统具有定制性，经客户确认便可长期供货。由于汽车内部的零部件布局不完全一样，为达到客户满意的效果和适合车辆结构的冷却风扇总成，从客户提出需求开始，中间需要经过一系列小规模生产、验证等程序，时期较长。所以如果公司和客户达成合作，那么客户一般不会再花大量时间去寻找另外的企业进行定制、合作，所以客户的合作关系比较稳定且可以维护较长时间。

图 9: 雪龙集团商业模式

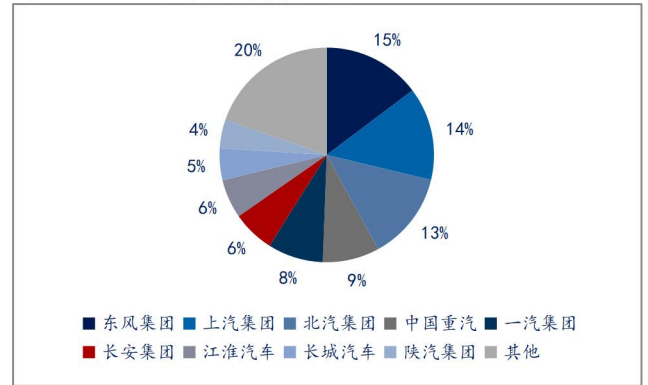


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

配套一线车企，公司客户集中度高。公司的前五名客户分别为一汽集团、东风汽车、广西玉柴、云内动力、北汽福田，2020 年五家客户销售额为 3.52 亿元，占年度销售额的 72.24%。公司的主要客户也是商用车行业的龙头企业，2021 年东风汽车、一汽集团、北汽福田的商用车产量占比分别为 15%、8%、13%。

图 10：2020 年公司前五名客户销售额占比情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：2020 年商用车竞争格局


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二. 国六助推高端风扇总成需求增长

冷却风扇总成需求由下游商用车产量驱动。冷却风扇总成属于汽车发动机零部件，上游是铝合金、五金材料、塑料等大宗商品，下游是商用车。上游材料的应用范围遍及建筑、汽车、制造各个领域，上游原材料不会制约冷却风扇总成的发展。而其需求量与下游商用车产量直接相关，冷却风扇总成一般与发动机 1: 1 配套存在，而发动机与商用车 1: 1 配套存在，所以冷却风扇总成的需求的变化主要与下游商用车的产量变化有关。

2.1 商用车产量周期波动上行，2022 年经历高点后产量承压下行

商用车产量具有很强的周期性，整体呈现上行的态势。从历史产量趋势来看，2006-2010 年有一波较大增长，而后 2010-2015 年产量有所回落，2016-2020 年快速增长，上下行周期大约为 5 年。总量来看，2006 年商用车产量为 204 万辆，2021 年商用车产量为 466 万辆，总量增长了 2 倍以上，总量呈现波动上行的态势。

图 12：商用车产量以及同比（万辆）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们认为，商用车产量的周期波动的推动因素有两个：

1) 汽车排放标准的更新推动短期商用车产销大幅增长。

排放标准更迭时间点与商用车产量增速高点高度吻合。我们梳理国一到国六的各个车型和具体实施的时间点，结合产量增速可以看出排放标准的更替前后是产量的高点。根据中汽协的数据，我们可以看到国三-国六的更替时间点的产量增速分别为 29%、15%、14%、30%。

汽车排放标准更新前，旧版车型降价促销清库存，低价促进消费需求增长。排放标准更新后旧版本的车禁止制造、售卖、进口和注册等级，所以在标准更替后库存中没有卖出的旧版

本的车将直接报废或只能回厂重造，汽车厂商一般通过降价来促进消费，从而清理旧版库存。

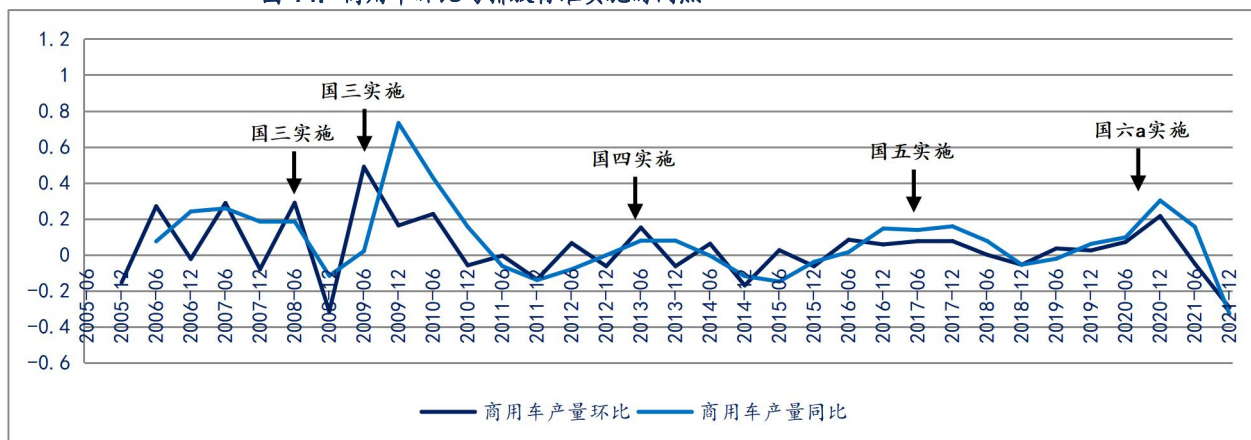
汽车排放标准更新后，新版车购入可延长使用期限，降低车辆使用成本。根据机动车使用年限，商用车的使用年限一般为 15 年，但是实际上跟买入时间点有关。国三实行期为 2007 年到 2013 年，而 2021 年 10 月 28 日，生态环境部主导印发《2021-2022 年秋冬季大气污染防治综合治理攻坚方案》表示淘汰国三及以下的车辆。如果 2007 年买入国三汽车，那么使用期限为 14 年，如果 13 年买入国三汽车，则使用年限仅为 8 年。延长使用时间可以减少未来用车成本，所以更新之后的短时期，也会促进一波消费者购入新版本车型。所以在汽车排放标准前后，商用车产销会有一波较大程度增长。

图 13: 全国排放标准实行时间

排放标准	时间	实施车型	实施范围
国一	2001 年 7 月	开始实施	全国
	2001 年 9 月	重型柴油车	全国
	2001 年 10 月	轻型柴油车	全国
	2003 年 7 月	重型汽油车、重型燃气车	全国
国二	2004 年 7 月	开始实施	全国
	2004 年 9 月	重型汽油车、重型燃气车	全国
	2005 年 9 月	重型柴油车	全国
	2006 年 7 月	轻型柴油车	全国
国三	2007 年 7 月	开始实施	全国
	2008 年 7 月	重型燃气车、重型柴油车	全国
	2009 年 7 月	轻型柴油车	全国
	2010 年 7 月	重型汽油车	全国
国四	2013 年 7 月	轻型柴油车、重型汽油车、重型柴油车	全国
	2014 年 1 月	开始实施	全国
国五	2015 年 12 月	开始实施	珠三角
	2016 年 4 月	轻型汽油车、轻型柴油客车、公共重型柴油车	东部 11 省
	2017 年 1 月	轻型汽油车、公共重型柴油车	全国
	2017 年 7 月	所有重型柴油车	全国
国六 a	2019 年 1 月	开始实施	广东
	2021 年下半年	所有重型柴油车	23 省
国六 b	2023 年 7 月	所有重型柴油车	全国

资料来源: 信达证券研发中心整理

图 14: 商用车环比与排放标准实施时间点

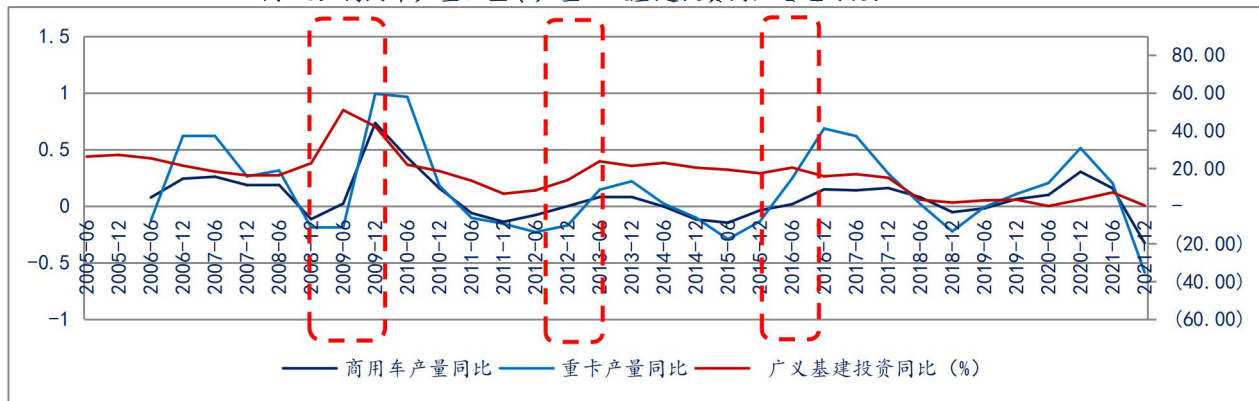


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 基建的投资发展推动商用车尤其是重卡的需求增长。

基础设施的投资建设是逆周期调控经济增长的重要措施，其需要商用车尤其是重卡的支持。梳理近 20 年的经济发展以及相关基建政策，可以看到在经济下滑的时候我国会以货币政策诸如降准降息联合财政政策刺激经济复苏增长。2009-2009、2012-2013、2015-2016 这些时间段都是我国经济增速下滑后进入基建宽松的时期，基建投资同比增速在政策引导下不断攀升。基建的推进需要运输的支撑，在上述时期我国的商用车尤其是重卡产量都所上升，2009 年下半年我国商用车产量增速为 73%、重卡产量增速为 99%、广义基建投资增速为 42%，2013 年下半年我国商用车产量增速为 8%、重卡产量增速为 22%、广义基建投资增速为 21%，2016 年下半年我国商用车产量增速为 15%、重卡产量增速为 68%、广义基建投资增速为 16%。

图 15: 商用车产量、重卡产量以及基建投资同比增速 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 逆周期调节基建政策梳理

政策	提出背景	详细规划方案
2020 年“新基建”	2020 年新冠肺炎疫情影响全球经济下滑，2021 年疫情反复影响国内生产、进出口，2021 年四季度经济增长低于预期，经济下行	2021 年下半年，云南、江西、江苏、四川等 20 多个省出台《“十四五”新型基础设施建设规划》
2016 年“现代基础设施网络”	宏观经济处于衰退期，2015 年 2 月起央行多次降准降息	2016 年 5 月国家发改委印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》
2013 年“信息消费”	GDP 增速下滑，2012 年央行经过两次降准两次降息，经济进入复苏期	2013 年 8 月，国务院印发《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，提出了促进信息消费的主要任务。
2009 年“战略新兴产业”	全球金融危机叠加国内自然灾害，经济下滑严重	2012 年 7 月，国务院审议通过并正式发布了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了 20 项工程。

资料来源: 信达证券研发中心整理

考虑目前的政策周期以及排放标准更替，2022 年预计商用车销量会承压下行，2023 年将迎来第一波反弹。经济环境上来看，现在经历了 2020 年的新冠肺炎疫情影响，而 2021 年疫情反复导致 2021 年下半年的经济增速下滑明显，商用车产量也大幅下滑至历史最低点，然而 2022 年短期疫情难以控制，经济下行压力仍在。政策环节上来看，2021 年下半年 20 多个省相继出台了新基建的建设规划，如果按半年的政策消化期来看，2022 年 H2 商用车将迎来反弹。汽车排放标准更替来看，国六标准实行分为国六 a 和国六 b，国六 a 在 2020 年实行，国六 b 在 2023 年实行，排放标准更替将刺激商用车消费增长，2022 年处于国六标准替换中间时期，产量不会受到太多刺激增长，反而 2021 年上半年的消费透支影响仍然未消化。因此，我们判断 2022 年之后商用车的销量仍然承压，但在 2023 年左右会有所反弹，所以短期对应发动机冷却系统的需求也有所承压下行。

2.2 国六助力电控离合器风扇总成加速更新

内燃机冷却风扇是发动机冷却系统的一部分，其作用是在发动机温度过高时辅助降低发动机的温度。发动机的冷却系统主要可以分为小循环和大循环两种状态，其中小循环是在发动机温度不高时的状态（正常行驶中），而大循环则是在温度较高时的状态（慢速或原地）。内燃机冷却风扇则是在大循环中的一个配件，通过风扇促进冷却液的散热效率，从而将温度降低。柴油发动机的最佳工作环境时在 85-95 摄氏度之间，此时发动机的油耗会比其他温度的更低，热效率也更高，所以**风扇调控温度越精确，发动机的油耗就越低，热效率就越高。**

发动机冷却风扇产品总体经过了**普通风扇总成、硅油离合器风扇总成和电控硅油离合器风扇总成**三个阶段。普通风扇总成通过按一定转速比与发动机直接相连，转速比的标准按照发动机最大热负荷来设计。其优势是价格便宜，性能稳定，但是普通风扇总成会占据一定的发动机功率，而且由于发动机在低温运转的时候过度散热会使发动机温度过低，从而增大油耗。硅油离合器风扇总成在普通风扇总成的基础上搭载了硅油离合器，硅油离合器相当于以硅油为介质的热感应开关，可以通过发动机的温度变化来控制风扇的开关以及转速。相比普通风扇总成，硅油离合器风扇总成解决了发动机过度冷却而增大油耗的问题，其油耗量比普通风扇总成少 2-6%。电控硅油离合器风扇总成将硅油离合器换成了电子控制硅油离合器，可以直接读取发动机的温度信息从而精准控制风扇的温度，增大风扇的使用效率。电控硅油离合器风扇总成比硅油风扇总成节油 4-8%（平均温度 28℃，负载条件下测试结果），并且可以延长风扇寿命，是目前最先进的离合器风扇总成，但是缺点是价格较高。

图 17：三种汽车冷却风扇总成对比

性能项目	直连风扇	硅油离合器风扇	电控硅油离合器风扇
调速	风扇组件和发动机转速以定传动比转动	二级或三级调速	无级调速
油耗	占用一定的发动机功率	相较于直连风扇节油率节油率可达 2-6%	相较于硅油离合器风扇节油率节油率可达 4-8%
风扇寿命	长时间转动、影响风扇寿命	减少风扇转动时间,延长风扇寿命	减少风扇转动时间,延长风扇寿命
控制精度	不精准	控制精度较高	控制精度最高
结构	简单	复杂	最复杂
特点	直连风扇不能根据发动机的工况及环境情况实时调整风扇启动时间和转动快慢,在低速高负荷会出现冷却不足,在汽车起步、高速行驶及冬季等会出现过度冷却,浪费汽车动力,并影响燃烧效率。	结构比直连风扇复杂,价格较高。	性能最好,价格最高

资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

国六标准大幅降低污染物排放限值，重卡类汽车下降幅度更大。总体来说，国六 a 的各种污染物的排放限值比国五降低 30%-50%，国六 b 的污染物排放限值下降程度更高，范围更广，比如第一类车 CO 排放下降幅度国六 a 为 30%而国六 b 为 50%。对于质量较高的车辆（比如重卡），国六较国五排放限值下降更高，第一类车国六 a/国五的 CO 排放限值为 30%，而重卡类车的为 56%。

风扇总成新旧替代助力车辆满足国六标准。商用车要满足国六标准，要在各个环节降低排放、降低油耗。根据上述各类风扇总成的特点，电控硅油离合器风扇总成比硅油离合器风扇总成省油 1-2%，比普通风扇总成省油 3-8%，同时可以节省功率，而且这些效果在冬天寒冷时期表现更好。风扇总成对油耗的降低，变相降低了汽车污染物的排放，所以国六标准的出台一定程度上加速了新老产品的更替。对于轻型商用车来说，愈加严格的排放标准带动未来普通风扇总成向硅油离合器风扇总成更新；而对于重卡类商用车来说，车身更重，耗油量更高，同样 1-2%的节油率在重卡上表现更加突出，目前硅油离合器风扇总成有望继续升级为电控离合器风扇总成。

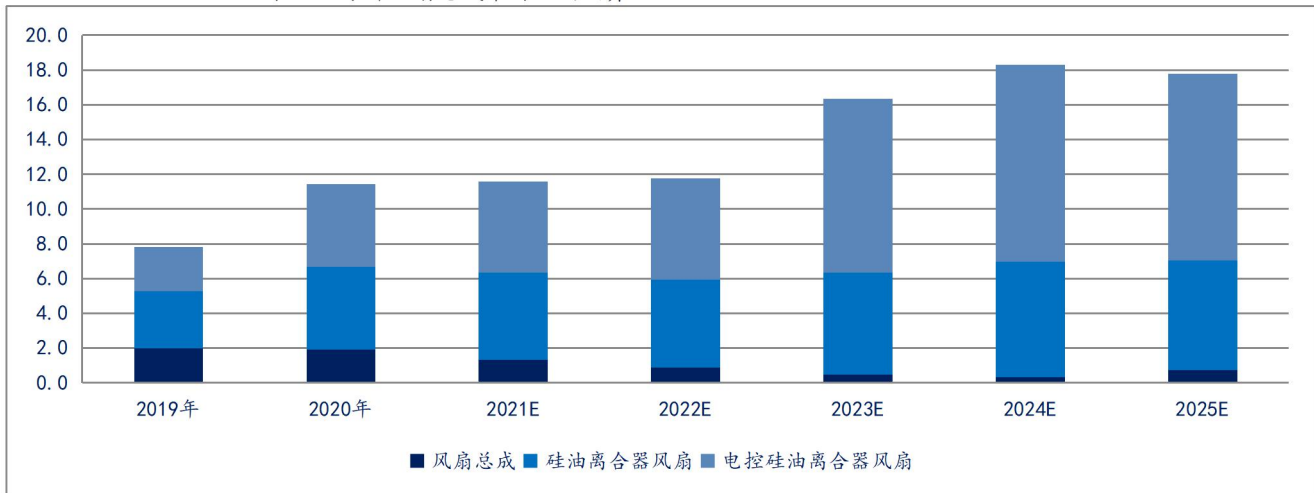
图 18：国五排放标准于国六排放标准对比

车型	阶段	CO 一氧化碳 (mg/km)	THC 碳氢 化合物 (mg/km)	NMHC 非 甲烷烃 (mg/km)	NOx 氮氧 化合物 (mg/km)	N2O 一氧 化氮 (mg/km)	PM 细微 颗粒物 (mg/km)	PN 颗粒物(个 /km)
第一类车	国五	1000	100	68	60		4.5	6 x 10 ¹¹
	国六 a	700	100	68	60	20	4.5	6 x 10 ¹¹
	国六 b	500	50	35	35	20	3	6 x 10 ¹¹
	国六 a/国五	30%	无变化	无变化	无变化	无变化	无变化	无变化
	国六 b/国五	50%	50%	49%	42%	无变化	33%	无变化
第二类车 (TM>1760KG)	国五	2270	160	108	82		4.5	6 x 10 ¹¹
	国六 a	1000	160	108	82	30	4.5	6 x 10 ¹¹
	国六 b	740	80	55	50	30	3	6 x 10 ¹¹
	国六 a/国五	56%	无变化	无变化	无变化	无变化	无变化	无变化
	国六 b/国五	67%	50%	49%	39%	无变化	33%	无变化

资料来源：信达证券研发中心整理

2.3 硅油离合器总成市场空间将大幅上升

各个风扇总成市场空间测算：我们根据前面的分析结果，判断下游商用车产量情况在 2022 年下半年开始会有较大反弹，其中卡车中普通风扇总成会逐步被硅油风扇总成替代，重卡车型中的硅油离合器风扇总成会逐步被电控硅油离合器风扇总成替代。我们测算得到 2025 年冷却风扇总成的市场空间为 17.8 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 9.2%。其中普通冷却风扇总成市场空间逐步下降至 2025 年的 0.7 亿元，硅油离合器风扇总成 2025 年为 6.3 亿元，电控硅油离合器随着在重卡中的比例提升，2025 年市场空间为 10.8 亿元。

图 19：冷却风扇总成市场空间测算（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

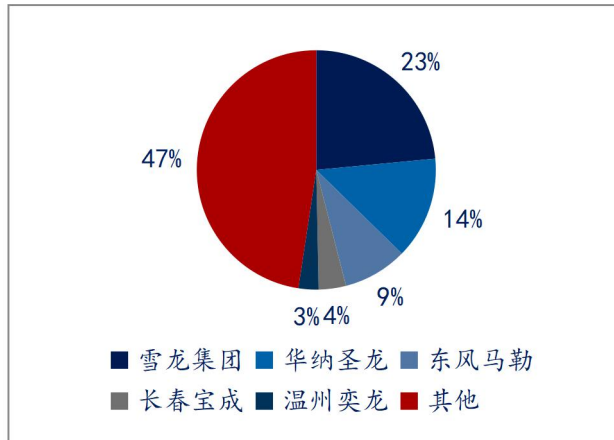
2.4 商用车离合器风扇总成行业竞争格局稳定

目前行业市场集中度高，龙头企业具有较大优势。商用车离合器风扇总成竞争格局中，龙头企业市场份额较大，其中雪龙集团、华纳圣龙、东风马勒、长春宝成、温州奕龙五家公司市场份额分别为 23%，14%，9%，4%，3%，合计市场份额为 53%。

技术壁垒、认证壁垒、资金壁垒、规模效应四大行业壁垒稳定行业竞争格局，未来维持较高行业集中度。技术壁垒方面，风扇总成的其中关键部件之一是塑料风扇，普通塑料无法满足汽车及发动机零部件的耐热性、耐寒性、耐油性、抗老化性等性能需求，所以需要采取改性塑料来提高塑料的性能，而改性塑料价格较高，一般在普通塑料的两倍以上，外购改性塑料会导致成本过高而毛利率较低。**认证壁垒方面**，冷却风扇总成需要经过严格的供应商认证，并通过行业标准评审认证，只有经过一系列前期装机实验后才能批量供货。**资金壁垒方面**，下游客户对生产规模、加工水平、产品质量有比较高的要求，在叠加上电控硅油离合器风扇总成的更新换代，前期需要比较大规模的资金投资建厂、购买设备。**规模**

效应方面，企业需要利用规模效应降低生产成本来提高毛利率，而且由于风扇总成具有定制化的特点，下游客户需要有大规模的供应来满足需求。这四大壁垒建立行业护城河，一方面对新竞争者形成一定阻碍，另一方面巩固了前几家大公司的地位，所以未来的行业集中度会维持较高水平。

图 20：2019 年离合器风扇总成竞争格局



资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

三. 冷却风扇绝对龙头，产品升级带动公司业绩增长

3.1 公司同业竞争具有绝对优势

认证壁垒规则制定者，主持、参与多项国家标准行业标准的制定。截至 2020 年公司合计主持制定 9 项行业标准，参与制定 24 项国家标准、18 项行业标准，覆盖范围包括冷却风扇、硅油离合器风扇、电控硅油风扇离合器、电磁风扇离合器的技术条件，内燃机零部件的排放测量标准等等，由此可见公司较高的核心技术水平，业界优秀的冷却风扇总成质量，较高的业界声望。

图 21：公司主持、参与制定的国家以及行业标准

序号	标准名称	标准编号
行业标准(主持制定)		
1	内燃机冷却风扇第 1 部分 金属冷却风扇技术条件	JB/T6723.1-2008
2	内燃机冷却风扇第 2 部分 塑料冷却风扇技术条件	JB/T6723.2-2008
3	内燃机冷却风扇第 3 部分 冷凝式内燃机冷却风扇技术条件	JB/T6723.3-2008
4	内燃机冷却风扇第 4 部分 冷凝式内燃机冷却风扇试验方法	JB/T6723.4-2008
5	内燃机用硅油风扇离合器技术条件	JB/T11204-2011
6	内燃机冷却风扇第 2 部分 塑料冷却风扇技术条件	JB/T6723.2-2014
7	内燃机电控式硅油风扇离合器技术条件	JB/T12657-2016
8	内燃机电磁式风扇离合器技术条件	JB/T12656-2016
9	内燃机塑料进气管技术条件	JB/T12660-2016
国家标准(参与制定)		
1	往复式内燃机性能第 1 部分:功率、燃料消耗和机油消耗的标定及试验方法通用发动机的附加要求	GB/T6072.1-2008
2	往复式内燃机发动机功率的确定和测量方法排气污染物排放试验的附加要求	GB/T21405-2008
3	内燃机发动机功率的确定和测量方法一般要求	GB/T21404 — 2008
4	内燃机发动机的重量(质量)标定	GB/T21406-2008
5	柴油发动机自由加速排气烟度的测量方法	GB/T9487-2008
6	内燃机产品名称和型号编制规则	GB/T725-2008
7	往复式内燃机零部件和系统术语第 1 部分:固定件及外部罩盖	GB/T6809.1-2009

8	往复内燃机零部件和系统术语第6部分:润滑系统	GB/T6809.6-2009
9	内燃机全流式机油滤清器试验方法第9部分:进、出口回阀试验	GB/T8243.9-2012
10	往复内燃机性能第4部分:调速	GB/T6072.4-2012
11	往复内燃机零部件和系统术语第9部分:监控系统	GB/T6809.9-2013
12	内燃机全流式机油滤清器试验方法第13部分复合材料滤清器的静压耐破度试验	GB/T8243.13-2015
13	再制造内燃机通用技术条件	GB/T32222-2015
14	往复内燃机手柄起动装置第1部分:安全要求和试验	GB/T200064.1-2015
15	中小功率内燃机清洁度限值和测定方法	GB/T3821-2015
16	往复内燃机声压法声功率级的测定第1部分:工程法	GB/T1859.1-2015
17	往复内燃机声压法声功率级的测定第2部分:简易法	GB/T1859.2-2015
18	往复内燃机零部件和系统术语第5部分:冷却系统	GB/T6809.5-2016
19	往复内燃机排放术语和定义	GB/T8188-2017
20	往复内燃机零部件和系统术语第10部分:点火系统	GB/T6809.10-2018
21	往复内燃机零部件和系统术语第11部分:燃油系统	GB/T6809.11-2018
22	往复内燃机排放测量第8部分:发动机机组的确定	GB/T8190.8-2018
23	往复内燃机噪声限值	GB/T14097-2018
24	固定式燃气发动机安全技术规范	GB/T37170-2018
行业标准(参与制定)		
1	柴油发动机水冷却器技术条件	JB/T5085-2010
2	压燃式发动机高压油管钢管第1部分:单壁冷拉无缝钢管技术条件	JB/T8120.1-2011
3	压燃式发动机高压油管钢管第2部分复合式钢管技术条件	JB/T8120.2-2011
4	内燃机正时齿轮技术条件	JB/T8415-2011
5	船用齿轮箱第1部分:技术条件	JB/T9746.1-2011
6	船用齿轮箱第2部分:灰铸件技术条件	JB/T9746.2-2011
7	内燃机燃油加热器	JB/T8127-2011
8	小功率柴油发动机水箱技术条件	JB/T6009-2011
9	电力测功器	JB/T11481-2013
10	电涡流测功器	JB/T11480-2013
11	柴油发动机润滑油中碳黑去除装置的性能试验方法初始滤清效率	JB/T11791-2014
12	柴油发动机废气再循环真空调节器	JB/T11797-2014
13	柴油发动机废气再循环气动 EGR 阀	JB/T11796-2014
14	柴油发动机废气再循环(ERG)电动阀	JB/T12337-2015
15	中小功率生物质气发动机技术条件和试验方法	JB/T12336-2015
16	往复内燃机冷却风扇噪声测量方法	JB/T12333-2015
17	往复内燃机正时带传动系统技术条件和试验方法	JB/T12331-2015
18	内燃机电控式硅油风扇离合器试验方法	JB/T12658-2016

资料来源:招股说明书,信达证券研发中心

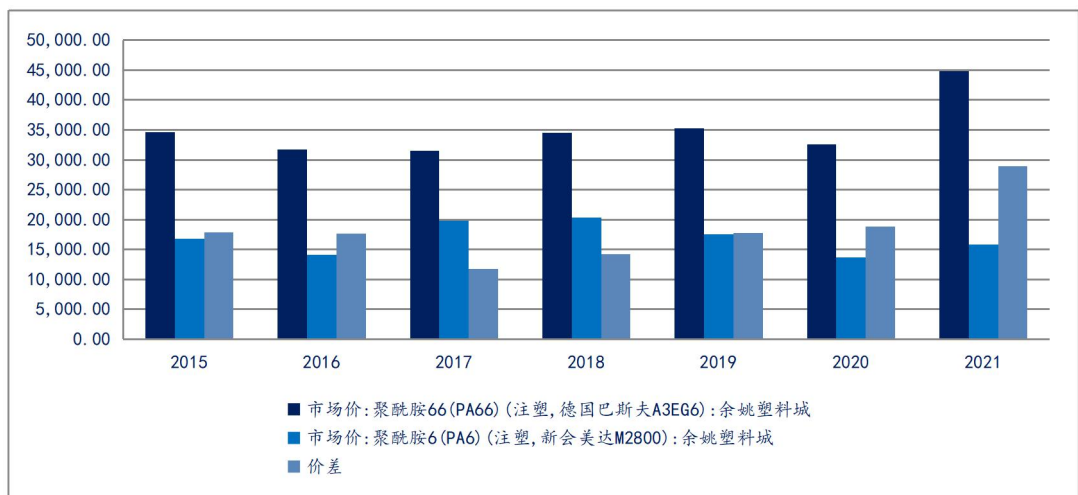
公司年产量持续扩张,进一步扩大规模优势。风扇总成行业的竞争格局中,公司的主要竞争对手是华纳圣龙和东风马勒,其中华纳圣龙由博格华纳和圣龙股份合资,东风马勒由东风汽车和德国马勒贝洱合资。产能方面,根据公司招股说明书数据,2019年公司风扇总成设计产能为145万套,硅油离合器为41.58万套,占据绝对优势。结合公司公告,2020年公司风扇总成产量已经达到260.96万个,硅油离合器产量达到73.94万套,产能有较大幅度的提升,公司规模效应更加明显,有望进一步扩大优势。

图 22: 公司竞争对手股权结构以及产能情况

公司	股权结构	产能情况
雪龙集团	民营企业	风扇总成 145 万套, 硅油离合器 41.58 万套
华纳圣龙	博格华纳 70%, 升龙股份 30%	设计年产风扇总成 43.9 万套, 硅油离合器总成年产 41.2 万套
东风马勒	东风汽车、德国马勒贝洱各持股 50%	设计年产发动机硅油离合器风扇总成 26 万套
长春宝成	民营企业	年产硅油离合器风扇 11 万套
温州奕龙	民营企业	年产 15 万个尼龙风扇、8 万台风扇离合器

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

打通上游改性材料, 一体化生产流程。前面分析提到冷却风扇总成由于使用的环境要求有较高的性能, 而德国巴斯夫 A3EG6 型 PA 材料是比较主流的冷却风扇使用材料。直接采购德国巴斯夫 A3EG6 型 PA 材料价格较高, 2021 年平均 4.48 万元/吨, 而公司具有自主制造改性材料的能力, 所采购的 M2800 型 PA 价格 2021 年价格是 1.58 万元/吨, 价差为 2.89 万元/吨。根据公司招股说明书的测算, 自主制造改性材料带给公司毛利率的贡献为 25.6%。

图 23: 德国巴斯夫 PA 材料与公司使用的 PA 材料价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

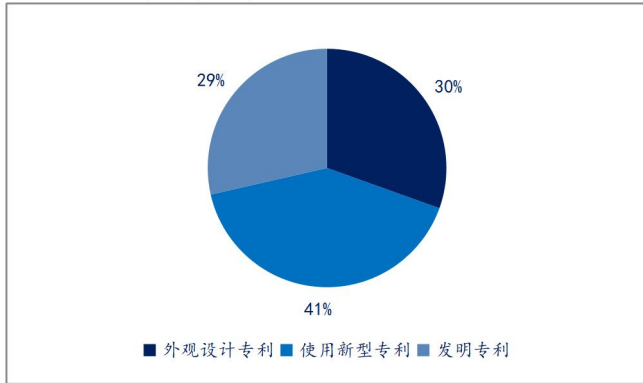
图 24: 公司改性材料带来毛利贡献

公司自制改性材料	PA 基料采购单价(不含税)	16.06 元/KG
	改性 PA 内部结转单位成本	13.69 元/KG
巴斯夫 A3EG6	改性 PA 采购单价(不含税)	29.71 元/KG
公司自制 1KG PA 改性塑料贡献的毛利		29.71-13.69=16.02 元/KG
公司 PA 类风扇平均单位耗用改性 PA 塑料量		1.92KG/套
公司生产一套 PA 类风扇改性环节的毛利贡献		16.02*1.92=30.8 元/套
2018 年 PA 类风扇均价(不含税)		120.31 元/套
公司对 PA 基料进行改性对风扇总体毛利率的贡献		30.8/120.31=25.6%

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

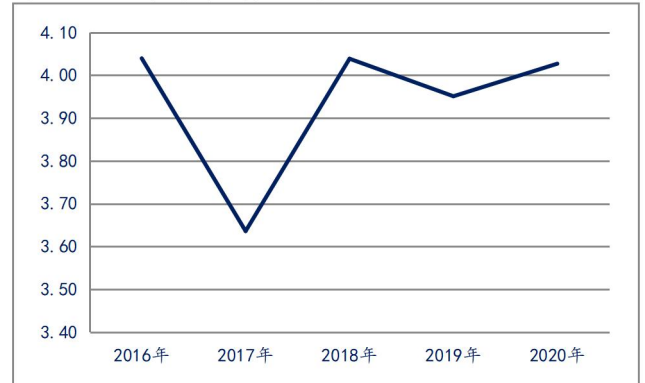
持续提升科研能力，快速响应客户定制需求，降本增效。公司每年的研发费用占营收比例为4%左右，其中2020年科研费用为4.03%。截至2022年公司已有专利合计105项，其中30%是外观设计专利，加上公司自主开发2200多套模具，可以快速响应客户的定制需求，并且降低外购模具的费用和成本。公司2020年进一步研发出发动机冷却风扇性能仿真技术、应力分析技术、硅油离合器/电控硅油离合器的散热分析技术等等高新技术，避免了传统设计中必须先开模后验证的做法，缩短了设计周期，降低了开模及改模费用，避免了材料浪费，也进一步保证、提高产品质量。

图 25：雪龙集团专利情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26：雪龙集团研发费用占营收比 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 产品升级和海外扩张给公司带来新的业绩增长点

电控硅油离合器的更新替代变相提高了市场空间。电控硅油离合器的价格大约在1050元/套，普通硅油离合器价格在200元/套，普通风扇总成价格在80元/套，在总需求量一定的情况下，高端产品的占比越高，市场空间越大。随着电控硅油离合器和硅油离合器替代普通风扇总成，公司的业绩也会相应提升。

资金募集投入电控硅油离合器项目，抢占产品更新红利。公司2020年IPO合计募集资金总额4.74亿元，其资金用途包括15万套/年产能的电控硅油离合器风扇总成项目，250万套汽车轻量化项目。截至2021年4月，电控硅油离合器总成工程已经建设46.8%，按照进度推进预计2022年工程竣工，届时电控硅油离合器风扇总成产能至少达到25.7万套（10.7+15）。另外，公司主要精力集中在电控硅油离合器风扇总成上，轻量化进度较慢，随着电控硅油离合器风扇总成项目推进，轻量化项目也将进入快速建设期，预计完工后年产量达到550万套左右。

优质客户资源优势显现，新车型电控硅油离合器拓展应用场景。传统电控硅油离合器一般用在重卡上，而公司2020年积极研究适用轻卡类的电控硅油离合器，从而拓展电控硅油离合器的应用。一汽集团、东风集团、玉柴集团、北汽福田、东风康明斯等公司主要客户相机采购电控硅油离合器并应用到中重型卡车上，其中一汽集团、东风集团的战略车型预计可以消化14.75万套电控硅油离合器。未来随着国五车型的退出和国六b的落地，各大车厂将继续深化电控硅油离合器的应用，所以电控硅油离合器需求将持续上涨。公司此次募集的资金以及在建的工程项目可以享受到这次产品更新换代的福利。

图 27: IPO 募投项目情况

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)	目前已投入资金	工程进度
1	无级变速电控硅油离合器风扇集成系统升级扩产项目	28,740.79	28,740.79	15,400.08	46.8%
2	汽车轻量化吹塑系列产品升级扩产项目	4,553.69	4,553.69	369.91	6.8%
3	研发技术中心建设项目	11,778.52	9,856.59	1,871.29	17.3%
4	补充运营资金和偿还银行贷款	10,000.00			
合计		55,073.00	43,151.07	43,151.07	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

海外商用车产销稳定, 风扇总成市场广阔。全球商用车产量较为稳定, 除 2020 年受疫情影响期间, 2011-2019 年同比增速在 5% 左右。假设 1: 1 的冷却风扇配套, 其中普通风扇 10%, 硅油离合器风扇 50%, 电控硅油离合器风扇 40%, 价格按照国内价格水平测算, 海外市场预计有 20 亿的市场空间。

公司逐步渗透海外市场, 突破国内冷却风扇行业天花板。技术方面, 公司 105 项专利中包括 53 项德国、韩国、日本、美国等重要市场的产品专利。客户开发方面, 目前公司已经与美国卡特彼勒公司、沃尔沃集团、韩国斗山集团、日本养马等海外集团/公司建立合作关系, 逐步建立客户口碑, 拓展海外市场。相关项目建设方面, 公司募集资金用途之一是研究技术中心建设项目, 其包括质量检测项目, 可以为延伸海外市场保驾护航。

图 28: 全球商用车销量以及同比增速 (万辆)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 冷却风扇市场空间测算 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四. 盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

公司主营冷却风扇总成和汽车轻量化两大块业务, 其中冷却风扇总成营收占比较高, 我们细分为普通风扇总成、硅油离合器风扇总成、电控硅油离合器风扇总成细分产品进行盈利预测。

1) 冷却风扇总成核心假设以及测算逻辑

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

销量方面，根据我们之前的分析，2023年的普通风扇总成、硅油离合器风扇总成、电控硅油离合器风扇总成的市场空间分别为60.3（不含用于硅油离合器风扇总成的数量）、293.1、95.3万套，根据公司的历史份额情况和公司发展战略，我们假设未来市场份额稳定，电控硅油离合器风扇的市占率在2023年逐步提升，计算公司未来风扇总成的销量。

价格方面，制造业中的成熟产品价格较为稳定，而新产品或新老更替的产品在替代过程中价格会逐步降低，我们假设公司产品价格边际递减。

成本方面，公司风扇总成主要原材料为PA基料、PP基料、钢材；离合器风扇总成主要原材料为PA基料、PP基料、钢材、铝压铸、五金件；汽车轻量化吹塑系列产品主要原材料为HDPE基料、PP基料。我们根据单位产品的原材料价格和原材料占比来计算得到单位成本，最后计算得到总成本。

2) 汽车轻量化核心假设以及测算逻辑

销量方面，汽车轻量化产品营业收入占比为16%，且毛利率较为稳定，由于2018年开始新能源车开始大幅替代，对于轻量化的需求较高，我们预测未来仍将保持比较稳定的增长。

价格方面，根据历史的数据，汽车轻量化塑料制品的价格比较稳定，假设未来汽车轻量化的价格维持当前水平。

成本方面，预计原材料的成本相对稳定，从而得出汽车轻量化的总成本。

最终可以测算得出2022年、2023年风扇总成营收分别为0.54亿、0.30亿，汽车轻量化营收分别为1.04亿、1.27亿，离合器风扇集成系统分别为2.72亿、4.58亿。

图 30: 雪龙集团销售量预测 (万件)

	2020年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
风扇总成	250.60	169.66	140.35	136.77	143.50	167.78
汽车轻量化吹塑系列产品	312.73	374.95	449.55	539.00	646.23	774.81
离合器风扇集成系统	69.91	74.15	79.40	106.10	126.00	119.59
其中:						
电控硅油离合器	10.70	11.74	15.78	31.91	41.59	39.47
硅油离合器	55.71	58.71	59.65	68.88	78.11	74.13

资料来源: 信达证券研发中心

图 31: 雪龙集团分产品营收预测 (万元)

产品	项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
风扇总成	营业收入	12,751.33	15,492.56	8,237.96	5,437.29	2,985.04
	同比增速	7%	21%	-47%	-34%	-45%
	营业成本	4,951.95	5,957.11	3,342.05	2,458.09	1,383.73
	毛利率	61%	62%	59%	55%	54%
	营收占比	35%	32%	19%	12%	4%
汽车轻量化吹塑系列产品	营业收入	5,935.18	7,989.25	8,392.31	10,414.07	12,726.15
	同比增速	17%	35%	5%	24%	22%
	营业成本	3,228.73	4,505.31	4,832.71	5,794.23	6,947.06
	毛利率	46%	44%	42%	44%	45%
	营收占比	16%	16%	19%	22%	19%
离合器风扇集成系统	营业收入	14,958.39	22,680.41	23,369.05	27,220.73	45,815.70
	同比增速	17%	52%	3%	16%	68%

营业成本	7,200.67	11,090.95	13,657.98	14,626.20	22,091.29
毛利率	52%	51%	42%	46%	52%
营收占比	41%	47%	54%	58%	69%

资料来源：信达证券研发中心

估值与投资评级

公司是商用车冷却风扇总成龙头企业，也是该细分行业唯一上市的公司，预计 2022-2023 年公司归母净利润分别为 1.30 亿、2.09 亿，EPS 分别为 0.62、1.00，同比增长 13.6%、60.4%。我们选取所属汽车发动机零件行业的拓普集团、威孚高科、福达股份作为参考公司，考虑到公司的商用车冷却风扇总成龙头地位，标的具有一定的稀缺性，且公司 2021-2023 年归母净利复合增速为 35% 的较高水平，我们采用 PEG 的相对估值方法进行估值，可比公司 2022-2023 年 PEG 分别为 2.87X、0.83X，雪龙集团 2022-2023 年 PEG 分别为 3.24X、0.42X，公司 2023 年 PEG 低于行业平均值，长期来看有空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

图 32：可比公司估值情况

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PEG	
				2021E	2022E	2023E	2022E	2023E
拓普集团	601689.SH	51.6	568.4	1.0	1.4	1.9	0.93	0.95
威孚高科	000581.SZ	19.8	186.9	2.8	2.8	3.0	6.02	0.89
福达股份	603166.SH	7.0	45.0	0.3	0.4	0.5	1.64	0.65
可比公司平均							2.87	0.83
雪龙集团	603949.SH	25.6	53.6	0.6	0.6	1.0	3.24	0.42

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2022.03.08 收盘价，可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

五. 风险因素

宏观经济下行导致消费力下挫风险，原材料价格上涨导致毛利下降风险，公司产能布局不及预期，商用车销量不及预期，电控风扇总成渗透率不及预期。

资产负债表						利润表					
		单位: 百万元						单位: 百万元			
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	273	823	1,044	1,150	1,405	营业总收入	365	488	434	467	668
货币资金	21	116	233	325	444	营业成本	172	231	238	250	335
应收票据	19	55	0	0	0	营业税金及附加	4	5	4	5	6
应收账款	124	111	119	128	183	销售费用	32	31	28	30	44
预付账款	5	0	7	8	10	管理费用	26	29	26	28	39
存货	59	76	78	82	110	研发费用	14	20	18	20	28
其他	46	466	607	607	659	财务费用	3	-1	-1	-3	-7
非流动资产	229	254	290	326	362	减值损失合计	-1	-1	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	7	8	9	13
固定资产(合计)	143	206	237	267	298	其他	6	-5	5	5	8
无形资产	14	13	13	14	14	营业利润	119	174	133	151	242
其他	72	34	40	45	50	营业外收支	-2	-4	0	0	0
资产总计	503	1,077	1,334	1,476	1,767	利润总额	117	170	133	151	242
流动负债	47	84	226	238	321	所得税	17	24	18	21	33
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	100	146	115	130	209
应付票据	0	0	39	41	55	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	27	39	98	103	138	归属母公司净利润	100	146	115	130	209
其他	21	45	89	94	128	EBITDA	136	196	135	150	231
非流动负债	27	31	31	31	31	EPS(当年) (元)	0.48	0.70	0.55	0.62	1.00
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	27	31	31	31	31	现金流量表					
负债合计	74	115	257	269	352	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	经营活动现金流	90	45	160	135	167
归属母公司股东权益	429	961	1,076	1,206	1,415	净利润	100	146	115	130	209
负债和股东权益	503	1,077	1,334	1,476	1,767	折旧摊销	20	23	15	15	15
						财务费用	1	1	0	0	0
重要财务指标						投资损失	0	-7	-8	-9	-13
主要财务指标						营运资金变动	-35	-128	38	-2	-44
营业总收入	365	488	434	467	668	其它	4	9	0	0	0
同比(%)	14.4%	33.5%	-11.0%	7.7%	42.8%	投资活动现金流	-67	-339	-43	-43	-48
归属母公司净利润	100	146	115	130	209	资本支出	-67	-35	-51	-51	-50
同比(%)	9.3%	46.3%	-21.5%	13.6%	60.4%	长期投资	0	-310	0	0	-10
毛利率(%)	52.9%	52.6%	45.2%	46.5%	49.9%	其他	0	6	7	8	12
ROE(%)	23.3%	15.2%	10.7%	10.8%	14.8%	筹资活动现金流	-30	389	0	0	0
EPS(摊薄) (元)	0.48	0.70	0.55	0.62	1.00	吸收投资	0	450	0	0	0
P/E	0.00	21.73	46.73	41.15	25.66	借款	-26	0	0	0	0
P/B	0.00	3.30	4.98	4.44	3.79	支付利息或股息	-1	-45	0	0	0
EV/EBITDA	-0.15	15.64	38.01	33.51	21.32	现金净增加额	-7	95	117	93	118

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。