

豪能股份(603809.SH)/汽车

证券研究报告/公司深度报告

2023年5月29日

评级：买入（首次）

市场价格：9.37

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

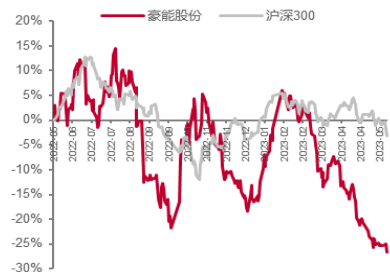
执业证书编号：S0740522120003

分析师：毛葵玄

执业证书编号：S0740523020003

基本状况

总股本(百万股)	394
流通股本(百万股)	390
市价(元)	9.37
市值(百万元)	3,690
流通市值(百万元)	3,652

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,444	1,472	2,160	2,810	3,770
增长率 yoy%	23%	2%	47%	30%	34%
净利润(百万元)	200	211	243	394	633
增长率 yoy%	13%	6%	15%	62%	61%
每股收益(元)	0.51	0.54	0.62	1.00	1.61
每股现金流量	1.21	0.72	1.57	1.25	1.82
净资产收益率	10%	10%	11%	15%	20%
P/E	18.5	17.5	15.2	9.4	5.8
P/B	2.0	1.7	1.6	1.4	1.2

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价摘取时间为2023年5月26日

报告摘要

- 公司概况：汽车传动系统&航空航天双主业驱动：**1) 汽车传动：收入约90%，包括同步器和差速器，后续拓展电机轴、主减齿。2) 航空航天：结构件及航天特种阀门管路。股权结构稳定，实控人合计持股28.49%。前期同步器发展稳定，当前切入航空航天以及布局差速器、电机轴贡献增量。
- 整体认知：产业布局完整，团队信任感强：**1) 产业布局完整：公司具备从原材料熔炉铸造、制坯、机加、热处理到在线检测全过程工艺能力，以及刀具、模具自制能力，有利于缩短交货周期，降低采购成本，提高盈利能力；2) 团队信任感强：核心团队均在公司工作多年且持股，管理层忠诚度高且干劲足，实控人与管理层信任感和默契度高。
- 行业分析：电动化促进齿轮外包，差速器国产替代加速，新能源对齿轮要求更高，齿轮外包成趋势：**1) 传统主机厂老旧产能短期难以切换；2) 新势力短期暂不具备齿轮重资产投入能力和经验。同步器：变速器换挡时保持各档位齿轮转速接近，单车270-570元，25年预计80亿市场空间，复合增速10%，海外以外资为主，国内已基本实现国产替代。差速器：转弯和特殊地形下，允许两侧车轮转速不同，单套200元，单车1-3个，25年预计74亿市场空间，复合增速1%，集中度较高，国内前期仅精锻，目前精锻和豪能共同加速国产替代。
- 推荐逻辑：同步器具有认知差&差速器迎拐点，航空航天业务高增：**1) 同步器主业稳中微增。市场认为绑定燃油车下滑，认知差较大：1) 乘用车：DCT份额提升抵消总量下滑，总体稳定；2) 商用车：商用车复苏，AMT渗透率持续提升、出口业务增长。2) 差速器增量拐点已至。供给端：产能投入积极，规划25年500万套，30年1000万套；需求端：电动化新产能，新能源客户结构优质；营收端：项目进入爬产周期，22年营收同比+209.76%；利润端：水电人工红利&产业链一体化优势，稳态净利率18%。3) 电机轴、主减齿贡献增量期权。基于工艺和客户同源性沿传动系统进一步纵向拓展。4) 航空航天增长稳健。收购子公司昊轶强表现亮眼，收入稳定增长，利润率较高。
- 投资评级：**我们预计23-25年公司营收分别为21.60/28.10/37.70亿元，同比增速分别+46.77%/+30.09%/+34.16%；实现归母净利润2.43/3.94/6.33亿元，同比增速分别+15.12%/+61.92%/+60.59%，对应EPS分别为0.62/1.00/1.61元，对应当前PE分别为15.2/9.4/5.8倍，考虑到公司航空航天业务持续高增，差速器陆续上量，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**全球汽车行业景气度不及预期；差速器新业务增长不及预期；商用车复苏不及预期；汽车业务毛利率不及预期；航空航天业务不及预期。

内容目录

汽零框架：成长路径	- 4 -
驱动要素总结：主逻辑在收入端，成本端是中短期嵌套逻辑	- 4 -
一、公司概况：汽车传动系统&航空航天双主业驱动	- 4 -
主业：汽车传动系统&航空航天双主业驱动	- 4 -
主要产品：国内同步器龙头，积极布局差速器	- 5 -
股权结构：实控人与管理层结构稳定	- 5 -
成长复盘：收入增长稳健，汽车+航空航天双轮驱动	- 6 -
财务分析：营收稳定，归母净利润稳定增长	- 6 -
财务分析：毛利率企稳，盈利能力同业领先	- 7 -
二、整体认知：产业布局完整，团队信任感强	- 7 -
产业布局优势：技术研发突出，产业链一体化程度高	- 7 -
团队信任优势：管理层忠诚度高且干劲足	- 8 -
三、行业分析：电动化促进齿轮外包，差速器国产替代加速	- 8 -
齿轮行业驱动：电动化对齿轮要求更高，利基市场外包成趋势	- 8 -
同步器（功能&结构）：变速时使两档齿轮转速相同	- 9 -
同步器（空间）：预计 2025 年达 81 亿元，CAGR22-25=10.5%	- 9 -
差速器（功能&结构）：转弯和特殊地形下允许两侧车轮转速不同	- 10 -
差速器（空间）：预计 25 年国内 74 亿，CAGR22-25=1%	- 10 -
四、投资逻辑：同步器具有认知差&差速器迎拐点，航空航天业务高增	- 11 -
成长逻辑：同步器主业稳中微增，差速器增量拐点已至	- 11 -
1.同步器：有认知差，实际乘用车领域 DCT 份额提升可抵消总量下滑	- 11 -
1.同步器：商用车复苏叠加 AMT 渗透率提升贡献增量	- 12 -
2.差速器：供给端-项目布局完善，扩产积极	- 12 -
2.差速器：需求端-新能源客户结构优质	- 13 -
2.差速器：营收端-当前初具规模，25/30 年规划年产 500/1000 万套	- 13 -
2.差速器：利润端-水电人工红利叠加产业链一体化优势	- 14 -
3.电机轴：投产在即，23Q3 开始贡献增量	- 14 -
4.航空航天：营收增长稳健，拉升整体利润率	- 15 -
4.航空航天：昊轶强业绩快速增长贡献主要增量	- 15 -
五、盈利预测和估值分析	- 16 -
盈利预测：	- 16 -
估值分析：可比公司	- 17 -
股价复盘：近两年估值中枢稳定 20X 附近	- 17 -
股价复盘：20 年收购昊轶强后明显跑赢申万汽车零部件指数	- 18 -
六、风险提示	- 18 -

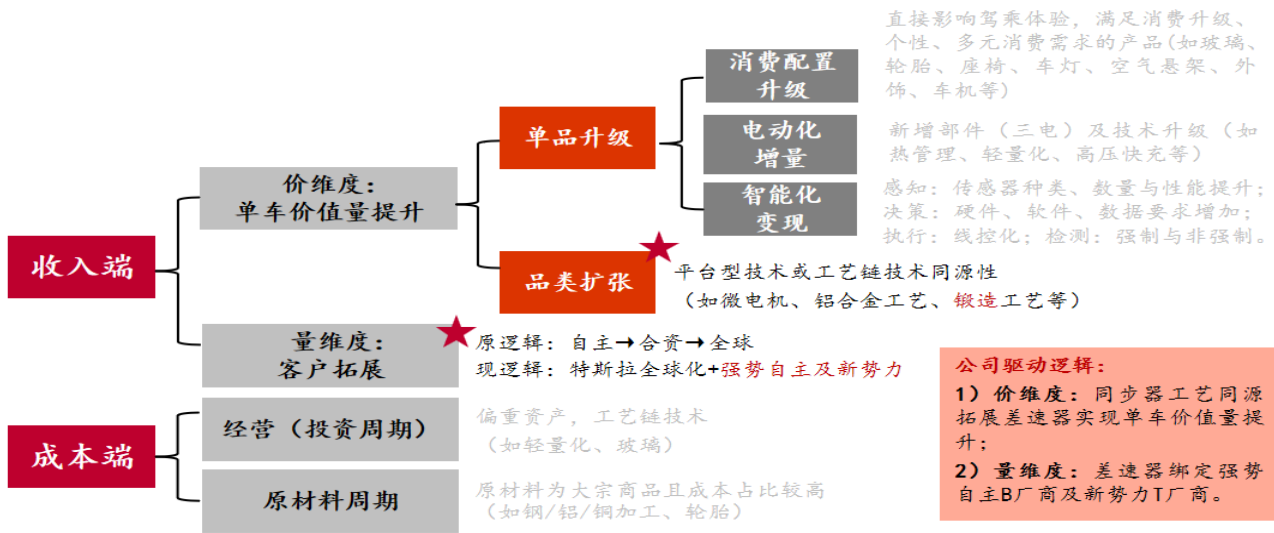
图表目录

图表 1:公司业务分类	- 4 -
图表 2:公司主要产品	- 5 -
图表 3:公司各业务营收占比	- 5 -
图表 4:公司股权结构	- 5 -
图表 5:公司历年营收及同比增速	- 6 -
图表 6:公司营业收入及同比增速	- 6 -
图表 7:公司归母净利润及其增长率	- 6 -
图表 8:豪能销售毛利和净利及其同比增速	- 7 -
图表 9:毛利率同业对比	- 7 -
图表 10:公司主要生产设备	- 7 -
图表 11:公司主要检测设备	- 7 -
图表 12:公司管理层介绍	- 8 -
图表 13:同步器结构示意图	- 9 -
图表 14:公司同步器主要产品	- 9 -
图表 15:同步器市场规模预测	- 9 -
图表 16:同步器市场规模变化情况	- 9 -
图表 17:差速器原理示意图	- 10 -
图表 18:差速器总成结构爆炸图	- 10 -
图表 19:国内差速器市场规模预测	- 10 -
图表 20:国内差速器市场规模变化情况	- 10 -
图表 21:离合器技术路线	- 12 -
图表 22:国内重卡销量及其增长率	- 12 -
图表 23:国内 AMT 重卡渗透率变化	- 12 -
图表 24:国内商用车出口变化	- 12 -
图表 25:差速器募投项目详情	- 12 -
图表 26:差速器客户结构	- 13 -
图表 27:差速器营收及营业成本	- 13 -
图表 28:公司研发项目和研发产品 (2021 年)	- 13 -
图表 29:人均薪酬对比 (单位: 万元)	- 14 -
图表 30:利润率对比	- 14 -
图表 31:空心电机轴	- 15 -
图表 32:空心电机轴募投项目	- 15 -
图表 33:豪能航空零部件营收及其占比	- 15 -
图表 34:豪能各业务毛利率对比	- 15 -
图表 35:昊轶强营收及其增长率	- 16 -
图表 36:昊轶强净利润及其增长率	- 16 -
图表 37:盈利预测	- 17 -
图表 38:可比公司估值对比	- 17 -
图表 39:公司股价复盘 (绝对估值)	- 18 -
图表 40:公司股价复盘 (相对比较)	- 18 -

汽零框架：成长路径

驱动要素总结：主逻辑在收入端，成本端是中短期嵌套逻辑

- 价：消费及科技(电动&智能)属性提升带来的配套价值量提升，升级
- 量：汽车产业族群向国内转移及新配套体系诞生，破局



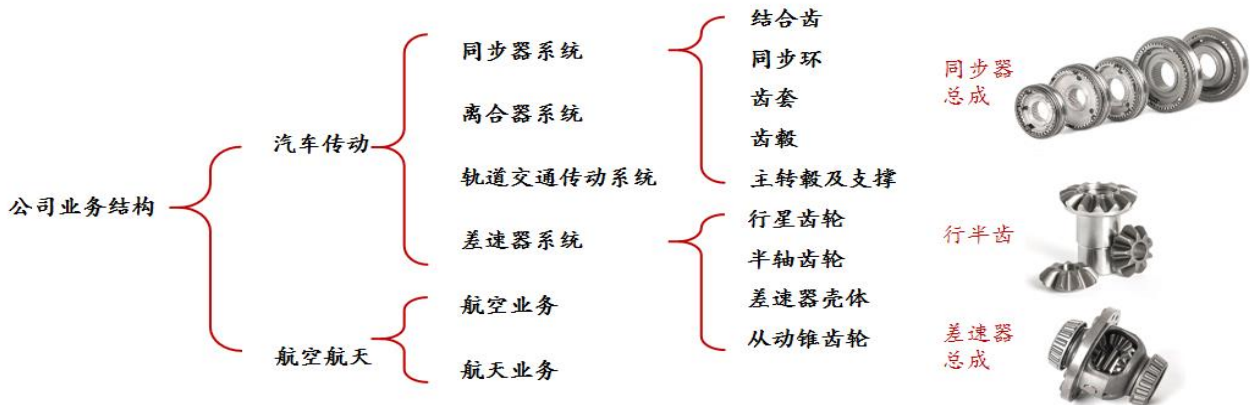
来源：中泰证券研究所整理

一、公司概况：汽车传动系统&航空航天双主业驱动

主业：汽车传动系统&航空航天双主业驱动

- 汽车传动：包括同步器和差速器两大总成系统，此外还涉及电机轴、DCT 双离合零件和轨道交通传动系统零件。产品主要应用于燃油汽车和新能源汽车，覆盖乘用车、商用车、工程机械车辆和轨道交通系统。
- 航空航天：1) 航空：产品包括飞机机头、机身、机翼、尾段等各部位相关零部件，主要应用于各型军机、民机及无人机；2) 航天：高端特种阀门、管路及连接件等，广泛应用于航天液体火箭发动机等领域。

图表 1:公司业务分类

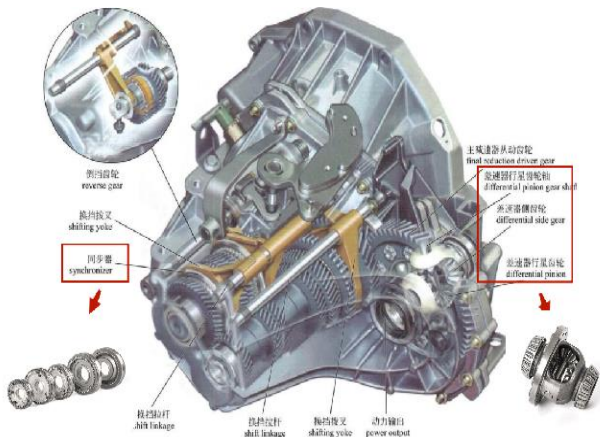


来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

主要产品：国内同步器龙头，积极布局差速器

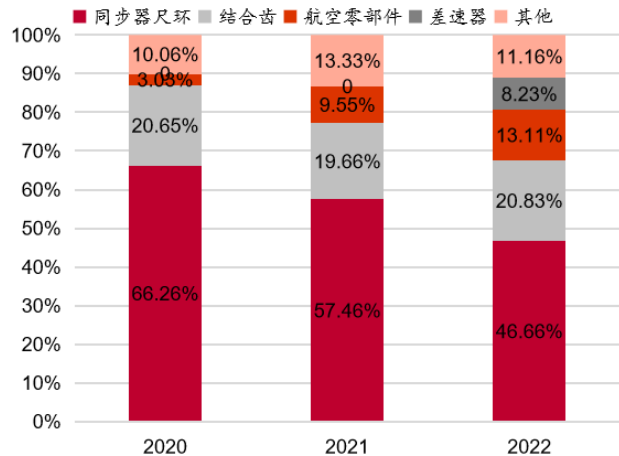
- 同步器占比下降，新兴业务占比稳定提升：22 年同步器尺环占 46.66%，结合齿占 20.83%，航空零部件占 13.11%，差速器营收放量（占 8.23%），23 年差速器有望大规模放量，航空零部件业务保持高增，提供中长期成长性。

图表 2:公司主要产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 3:公司各业务营收占比

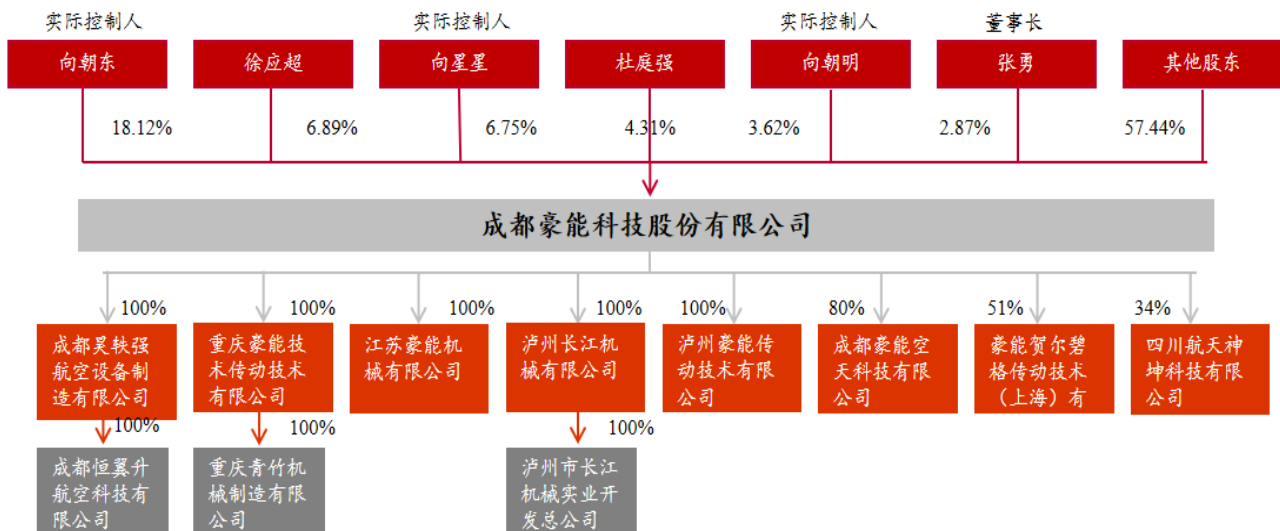


来源：iFinD，中泰证券研究所

股权结构：实控人与管理层结构稳定

- 公司股权结构清晰：公司实际控制人和大股东是向朝东，向朝东具备多年汽车制造业经验，当前与一致行动人（向星星和向朝明）合计持股 28.49%。

图表 4:公司股权结构

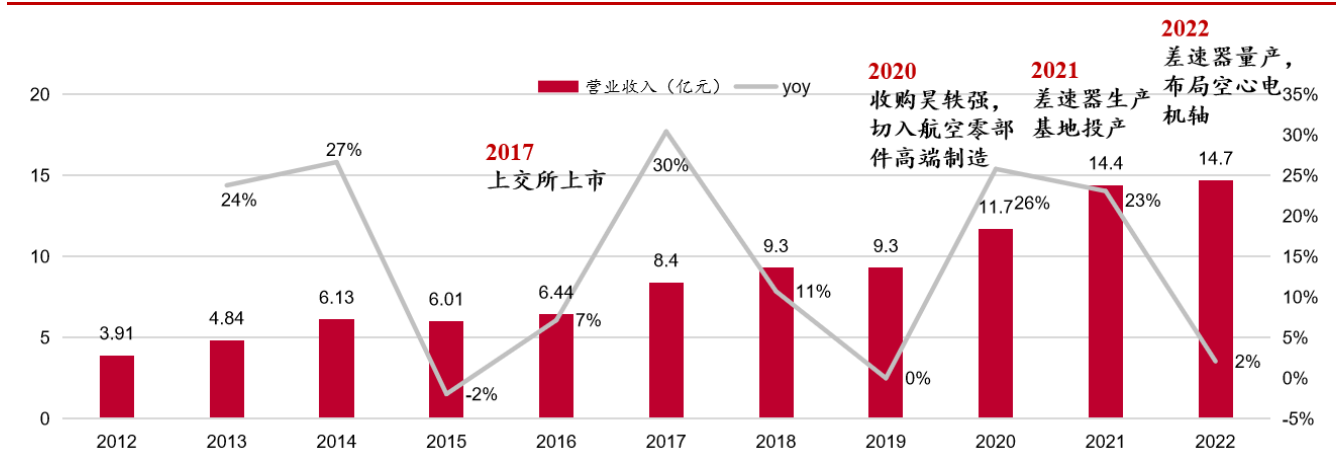


来源: iFinD, 中泰证券研究所

成长复盘: 收入增长稳健, 汽车+航空航天双轮驱动

- 2019 之前: 同步器起家, 精耕汽车零部件精密制造领域, 打造同步器总成全产业链, 营收稳定增长。
- 2020: 收购昊轶强 68.875% 股份, 投资设立恒翼升, 切入航空高端装备制造领域。
- 2021: 布局差速器, 投资一期差速器生产基地。
- 2022 及以后: 差速器逐步大规模量产, 后续研发和投产空心电机轴业务。

图表 5: 公司历年营收及同比增速

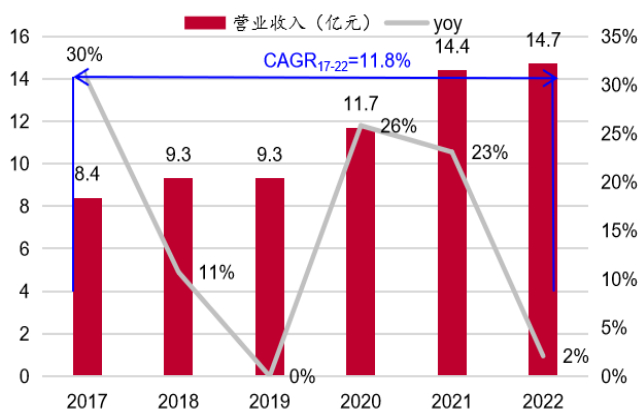


来源: iFinD, 中泰证券研究所

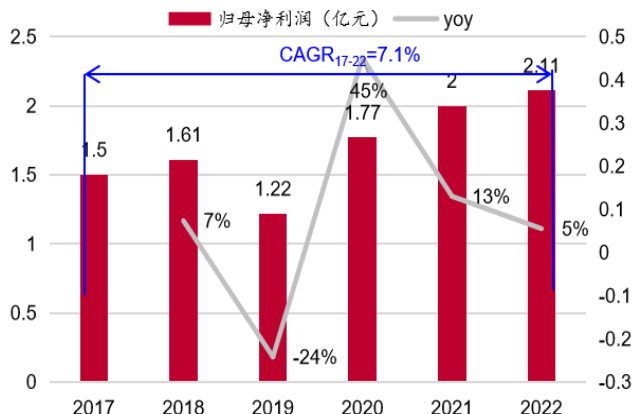
财务分析: 营收稳定, 归母净利润稳定增长

- 营收稳定, 归母净利润稳定增长: 2022 年公司实现收入 14.72 亿元, 同比 +1.9%, CAGR17-22=11.8%; 实现归母净利润 2.11 亿元, 同比 +5.9%, CAGR17-22=7.1%。单季度来看, 22Q4 公司实现收入 3.99 亿元, 同比 +5.27%, 环比 +10.96%, 实现归母净利润 0.46 亿元, 同比 +89%, 环比 -5.6%

图表 6: 公司营业收入及同比增速



图表 7: 公司归母净利润及其增长率



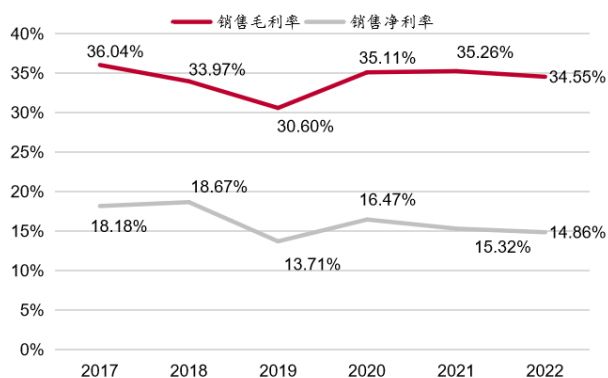
来源: iFinD, 中泰证券研究所

来源: iFinD, 中泰证券研究所

财务分析: 毛利率企稳, 盈利能力同业领先

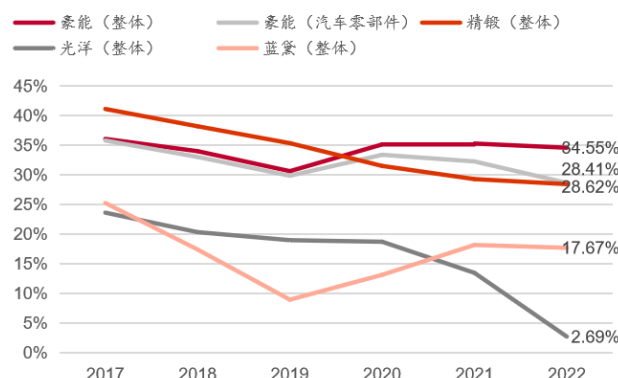
- 毛利率企稳: 17-19 年毛利率下行, 主要系产品结构调整, 高毛利产品销量下降; 19-22 年毛利率恢复并保持稳定, 主要系产能恢复, 新业务逐渐放量。
- 盈利能力同业领先: 22 年公司毛利率 34.55%, 对比同业公司 (精锻科技等) 具备显著优势; 近年来公司整体毛利率高于汽车零部件单项板块毛利率, 主要系航空航天业务毛利率高。

图表 8: 豪能销售毛利和净利及其同比增速



来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 9: 毛利率同业对比



来源: iFinD, 中泰证券研究所

二、整体认知: 产业布局完整, 团队信任感强

产业布局优势: 技术研发突出, 产业链一体化程度高

- 丰富的技术研发经验: 公司在原材料铜合金制造、模具设计制造、精密锻造、高精度切削加工、热处理、喷钼处理、摩擦材料粘附技术等全工艺过程都拥有自己的核心技术, 在国内同行业中处于领先水平。
- 产业链一体化程度高: 公司具备从原材料熔炉铸造、制坯、机加、热处理到在线检测全过程工艺能力, 以及刀具、模具自制能力, 有利于缩短交货周期, 降低采购成本, 提高盈利能力。

图表 10: 公司主要生产设备

图表 11: 公司主要检测设备



来源：公司官网，中泰证券研究所



来源：公司官网，中泰证券研究所

团队信任优势：管理层忠诚度高且干劲足

- 管理层已在公司工作多年且有干劲：董事长兼总经理张总曾任泸州长江机械有限公司销售部副部长，总经理助理；核心团队均在公司工作多年且持股量大，管理层忠诚度高且干劲足。

图表 12: 公司管理层介绍

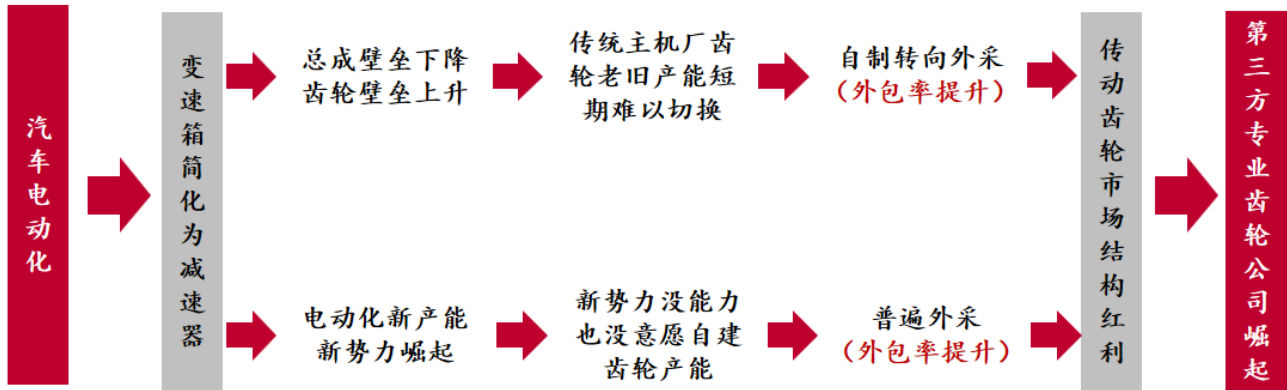
姓名	职务	任职日期	年龄	持股(万股)	经历
张勇	总经理	2015/6/8	56	1131.92	曾任泸州长江机械有限公司销售部副部长,总经理助理,副总经理,豪能贺尔碧格传动技术(上海)有限公司董事,现任公司董事,总经理,泸州长江机械有限公司执行董事兼总经理,泸州豪能传动技术有限公司执行董事兼总经理,成都吴轶强航空设备制造股份有限公司董事长,重庆豪能兴富同步器有限公司董事。
扶平	副总经理	2015/6/8	55	218.5	曾任泸州长江机械有限公司车间主任,副总经理,江苏豪能机械有限公司总经理,现任公司董事,副总经理,重庆豪能兴富同步器有限公司董事长兼总经理,重庆青竹机械制造有限公司执行董事兼总经理。
杨燕	副总经理	2015/6/8	59	1130.97	曾任泸州长江机械有限公司销售部部长助理,公司销售总监,现任公司董事,副总经理,兼成都豪能本部总经理。
孙新征	副总经理	2021/5/18	39	0	曾任德国采埃孚集团商用车事业部工艺刀具工程师,采埃孚北奔传动技术(重庆)有限公司常务副总经理,生产副经理,公司企业管理总监,公司监事,现任公司副总经理,成都豪能空天科技有限公司董事长,总经理,法定代表人,四川航天神坤科技有限公司董事。
鲁亚平	财务总监	2018/10/29	56	18.77	历任青岛啤酒西南营销公司泸州分公司财务经理,青岛啤酒西南营销公司重庆分公司财务经理,泸州长江机械有限公司财务经理,重庆豪能兴富同步器有限公司财务经理。
侯凡	董事会秘书	2019/4/17	40	18.2	曾任职于重庆市体育彩票管理中心,历任公司董事会办公室证券事务专员,现任公司董事会办公室证券事务代表。

来源：WIND，中泰证券研究所

三、行业分析：电动化促进齿轮外包，差速器国产替代加速

齿轮行业驱动：电动化对齿轮要求更高，利基市场外包成趋势

- 新能源对齿轮要求更高：总成壁垒下降但齿轮壁垒上升：1) 电动车加速快，瞬时扭矩大，则齿轮刚度要求更高；2) 电车静谧性要求高，因此对齿轮啮合精度和齿面加工精度要求高。
- 电动化带来新产能，齿轮外包成趋势：1) 传统主机厂齿轮老旧产能短期难以切换；2) 新势力短期暂不具备齿轮重资产投入能力和经验，利基市场且更聚焦于智能化等方向，因此短期齿轮外包成趋势。



来源：中泰证券研究所

同步器（功能&结构）：变速时使两档齿轮转速相同

- 功能：变速器换挡时保持各档位齿轮转速接近。
- 结构：①结合齿；②同步环；③齿套；④齿毂；⑤其他（卡簧、锁块等）。

图表 13:同步器结构示意图



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 14:公司同步器主要产品



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

同步器（空间）：预计 2025 年达 81 亿元，CAGR22-25=10.5%

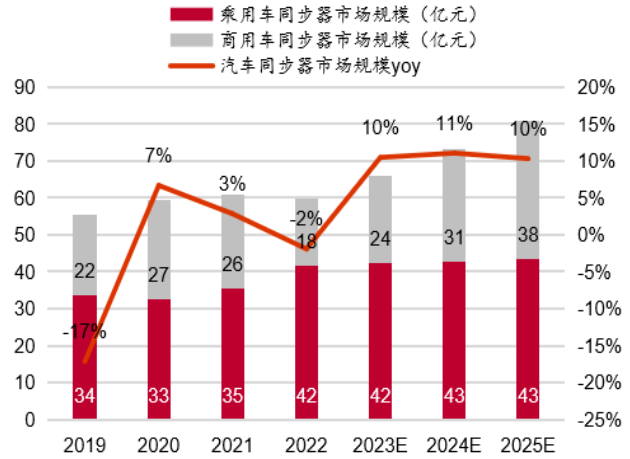
- 核心假设：①乘用车销量增速 0%/2%/2%；②乘用车 MT 渗透率 6%/4%/2%，DCT 渗透率 36%/37%/38%；③乘用车 MT 平均单车配套个数 2 个，DCT 平均单车配套个数 3 个；④商用车销量增速 15%/15%/15%；⑤商用车 MT 渗透率 75%/60%/50%，AMT 渗透率 25%/40%/50%。
- 预测结果：汽车同步器市场当前 60 亿，25 年预计 80 亿，复合增速 10%。其中乘用车 40 亿附近稳定，商用车 20 亿增长到 40 亿附近，主要收益于 AMT 加速渗透。

图表 15:同步器市场规模预测

图表 16:同步器市场规模变化情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乘用车销量(万辆)	2367	2143	2014	2147	2355	2395	2402	2450
yoy		-9%	-6%	7%	10%	0%	2%	2%
乘用车同步器个数	3003	2290	2175	2362	2779	2826	2899	2891
乘用车同步器单价(元)	150	150	150	150	150	150	150	150
乘用车同步器市场规模(亿元)	45	34	33	35	42	42	43	43
yoy		-25%	-3%	9%	18%	2%	1%	1%
商用车销量(万辆)	437	432	513	478	330	379	436	502
yoy		-1%	19%	-7%	-31%	15%	15%	15%
MT渗透率	99%	99%	96%	93%	90%	75%	60%	50%
MT单价(元)	500	500	500	500	500	500	500	500
MT同步器市场规模(亿元)	22	21	25	22	15	14	13	13
MT渗透率	1%	1%	4%	7%	10%	25%	40%	50%
AMT单价(元)	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
AMT同步器市场规模(亿元)	0	0	2	3	3	9	17	25
商用车同步器市场规模(亿元)	22	22	27	26	18	24	31	38
yoy		-1%	22%	-4%	-29%	31%	29%	23%
汽车同步器市场规模(亿元)	67	56	59	61	60	66	73	81
汽车同步器市场规模yoy		-17%	7%	3%	-2%	10%	11%	10%

来源: iFinD, 中汽协, 中泰证券研究所

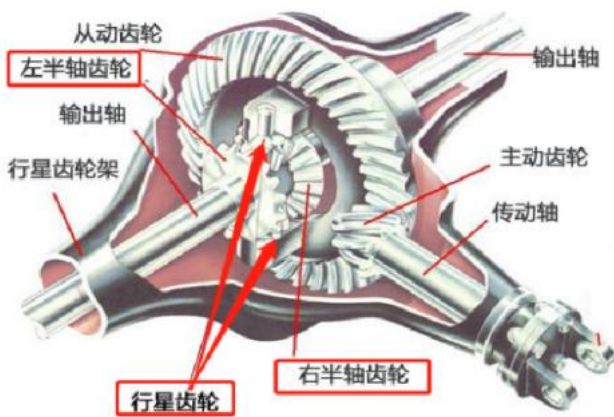


来源: iFinD, 中泰证券研究所

差速器 (功能&结构): 转弯和特殊地形下允许两侧车轮转速不同

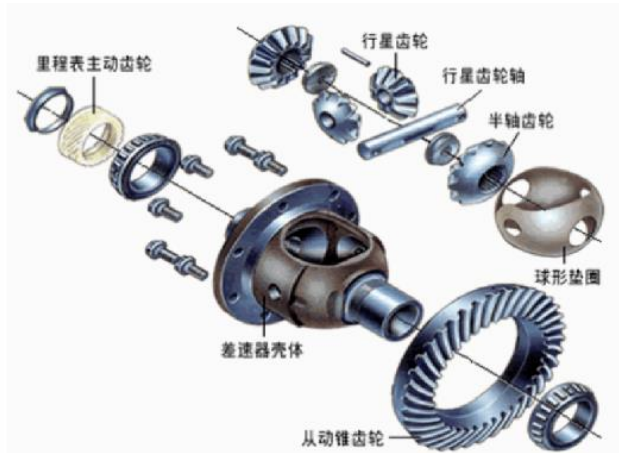
- 功能: 转弯和特殊地形下, 允许两侧车轮转速不同。
- 结构: ①两个行星齿轮; ②两个半轴齿轮; ③差速器壳体; ④从动锥齿轮; ⑤其他。

图表 17: 差速器原理示意图



来源: 汽车维修技术网, 中泰证券研究所

图表 18: 差速器总成结构爆炸图



来源: 精锻科技招股说明书, 中泰证券研究所

差速器 (空间): 预计 25 年国内 74 亿, CAGR22-25=1%

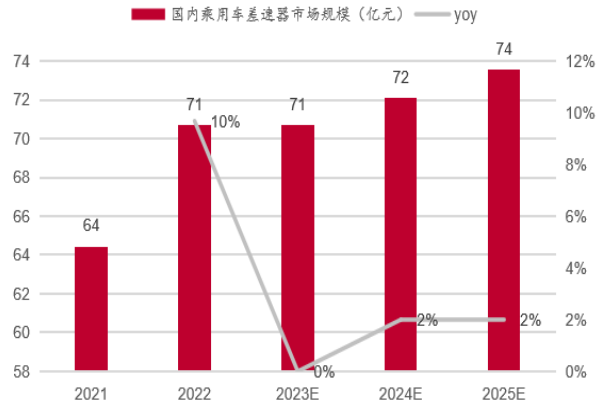
- 核心假设: ①乘用车销量年增长率 0%/2%/2%; ②单个差速器市场价 200 元左右; ③乘用车两驱单车配套 1 个差速器, 四驱单车配套 3 个差速器, 考虑到两驱渗透率较高, 故假设单车配套取 1.5 个。
- 预测结果: 当前国内市场空间约 71 亿元, 2025 年国内有望突破 74 亿元, CAGR22-25=1%。

图表 19: 国内差速器市场规模预测

图表 20: 国内差速器市场规模变化情况

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乘用车销量(万辆)	2148	2356	2356	2403	2451
yoy		10%	0%	2%	2%
变速器单价(元)	200	200	200	200	200
单车平均配套(个)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
国内乘用车变速器市场规模(亿元)	64	71	71	72	74
yoy		10%	0%	2%	2%
CAGR ₂₂₋₂₅					1%

来源：中汽协，中泰证券研究所预测

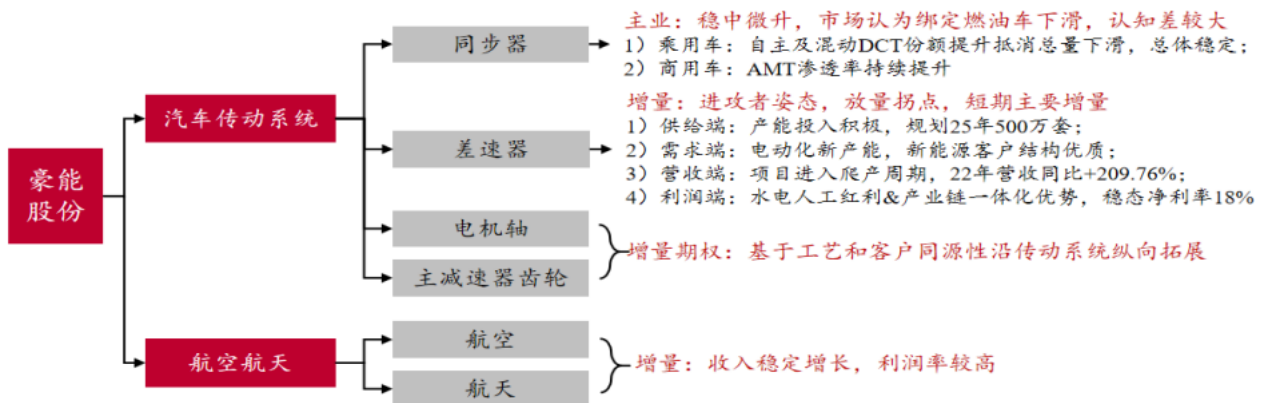


来源：中汽协，中泰证券研究所预测

四、投资逻辑：同步器具有认知差&变速器迎拐点，航空航天业务高增

成长逻辑：同步器主业稳中微增，变速器增量拐点已至

- 逻辑 1：同步器主业稳中微增。乘用车总体稳定（市场认为仅燃油车使用总量是下滑的），商用车贡献增量。
- 逻辑 2：变速器增量拐点已至。前期募投项目进入爬产阶段，即将迎来放量拐点。
- 逻辑 3：电机轴、主减齿贡献增量期权。基于工艺和客户同源性沿传动系统进一步纵向拓展。
- 逻辑 4：航空航天增长稳健。收购子公司昊轶强表现亮眼，收入稳定增长，利润率较高。



来源：中泰证券研究所

1.同步器：有认知差，实际乘用车领域 DCT 份额提升可抵消总量下滑

- DCT 渗透率提升较快:主流自动变速箱中，只有 DCT 用到同步器（AT/CVT 不用）。DCT 当前渗透率约 25%，后期将会持续提升，主要系：1) 自主品牌普遍采用 DCT 路线；2) 插混 DCT 也是主流路线。
- 我们认为，受益于 DCT 渗透率提升，乘用车同步器业务预计维持稳定，市场认为绑定燃油车下滑，存在较大认知差。

图表 21:离合器技术路线

英文缩写	中文全称	应用范围	优势	劣势
MT	手动变速箱	逐渐淘汰	成本低, 维修便宜; 机械结构可靠	换挡挫顿感大, 舒适性差, 自动化控制难度大
AMT	电控机械式自动变速器	大、中巴车以及载重车等	动力传输直接, 省油, 成本低	换挡挫顿感大, 舒适性差
AT	自动变速箱	各类, 高端为主, 美系	换挡平稳、舒适性好、传递功率能力强	液力变速器油耗高, 以及整体成本较高
DCT	双离合变速器	干湿: 中小排量乘用车	传动效率较高, 比较经济, 升档较平顺	降档顿挫感, 低速换挡频繁导致变速箱发热和顿挫感
		湿式: 高端车型, 例如奥迪, 欧系	避免干湿发热现象	成本较高
CVT	机械式无级变速器	日系车较多	变速平顺, 舒适感强; 保持发动机高效区间, 省油; 零件少、体积小;	无法承受大扭矩, 加速较弱, 动力响应慢; 制造复杂、投资大、传动带易损坏且寿命短; 维修成本高

来源: 立鼎产业研究院, 普华有策咨询, 中泰证券研究所

1.同步器: 商用车复苏叠加 AMT 渗透率提升贡献增量

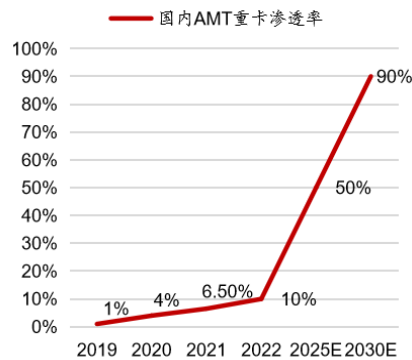
- 国内重卡市场复苏: 国内重卡销量有望迎来恢复性增长。
- AMT 渗透率提升: 22 年国内 AMT 渗透率仅 10% (对比欧美地区 90%), 鉴于成熟技术引入和自主产品量产, 在优质产品供给驱动下, 国内 AMT 重卡即将进入快速增长期, 预计 25 年 AMT 渗透率有望达到 50%。
- 出口业务持续增长: 2022 年, 我国商用车累计出口 58.2 万辆, 同比增长 45%, 有助公司形成新的同步器增长点。

图表 22:国内重卡销量及其增长率



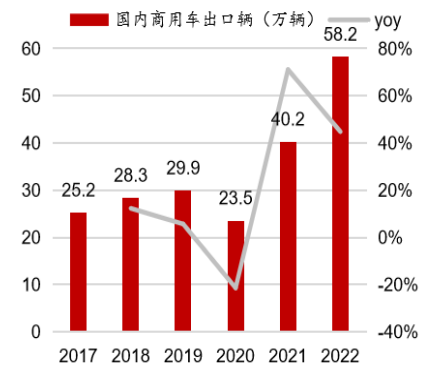
来源: 华经产业研究院, 商用车新闻网, 中泰证券研究所

图表 23:国内 AMT 重卡渗透率变化



来源: 方得网, 太原新闻网, 中泰证券研究所

图表 24:国内商用车出口变化



来源: 中汽协, 中泰证券研究所

2.差速器: 供给端-项目布局完善, 扩产积极

- 差速器募投项目布局完善。公司募投项目新建差速器壳体铸造、机加生产线, 行星半轴齿轮锻造、机加生产线, 总成装配线, 以及对混动、电动、燃油车各类车型差速器总成强度、精度、寿命等性能进行验证的实验中心。
- 差速器扩产积极。差速器总成一期项目拟投资总额 10.58 亿元, 规划于 2025 年形成 500 万套产能, 对应年产值 10.77 亿元。

图表 25:差速器募投项目详情

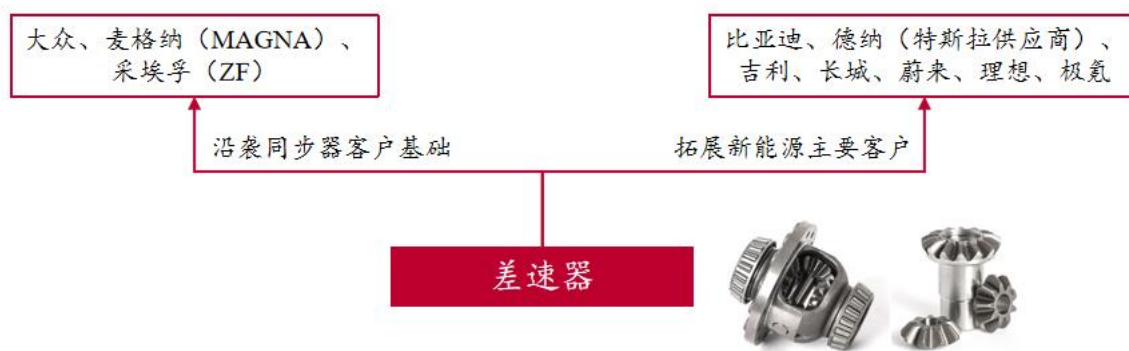
项目名称	总投资额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)	产能 (万套)	产值 (万元)
汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程	105,798.82	35,000.00	500	107,668.02
补充流动资金	15,000.00	15,000.00		
合计	120,798.82	50,000.00		

来源：公司公告，中泰证券研究所

2.差速器：需求端-新能源客户结构优质

- 同步器主业客户基础优且广。公司在近年来的业务发展中依靠优秀的产品品质和稳定的配套能力,在市场上树立了良好口碑,并积累了大量的优质客户,进入了大众、麦格纳 (MAGNA)、采埃孚 (ZF) 等全球知名客户的配套体系。
- 差速器基于同步器客户基础进一步优化新能源客户结构。公司与比亚迪、德纳 (特斯拉供应商)、吉利、长城、蔚来、理想等客户在新能源汽车用差速器零部件及总成产品开展了多项合作,部分产品已量产。其中自主设计的 EDS 差速器总成配套新能源汽车极氪 001, 已处于量产爬坡阶段。

图表 26:差速器客户结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

2.差速器：营收端-当前初具规模，25/30 年规划年产 500/1000 万套

- 差速器当前已初具规模：2022 年差速器实现营业收入 1.21 亿元，同比+209.76%，实现毛利率 3.85%，同比+5.64pct，收入已初具规模。
- 研发支出加大，支撑差速器新项目开发：公司 2021/2022 年研发费用分别为 8045.97/10074.14 万元，同比+42.85%/+25.21%。持续的高研发投入，推进了公司的技术升级和研发效率，保证了差速器新项目的开发进度以及客户认可度。公司规划 2025/2030 年分别形成 500/1000 万套差速器产能。

图表 27:差速器营收及营业成本

图表 28:公司研发项目和研发产品 (2021 年)

	2021	2022	同比增速
营业收入(万元)	3910.12	12111.99	209.76%
营业成本(万元)	3980.52	11646.21	192.58%
毛利率	-1.79%	3.85%	+5.64%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

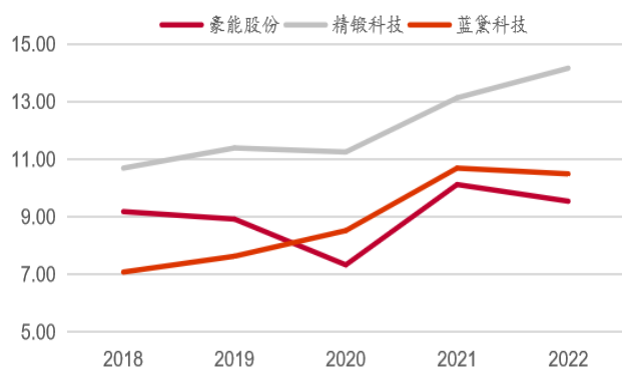
序号	产品分类	研发项目	研发产品
1	同步器系统	159	387
2	差速器系统	40	87
3	其他	7	26
合计		206	500

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2. 差速器: 利润端-水电人工红利叠加产业链一体化优势

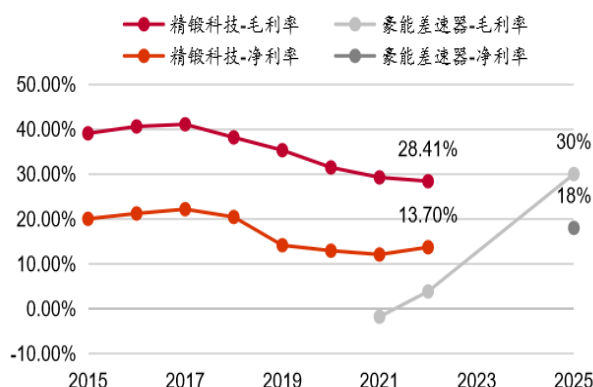
- 差速器项目具备成本优势。1) 公司差速器项目生产基地在四川泸州, 水电人工相对较低; 2) 产业链完整优势, 公司布局的差速器产线涵盖了铸造、锻造、机加等全工艺, 且配套模具车间等, 未来行星半轴齿轮、差壳及总成装配等都有自制能力, 拥有完整产业链的差速器生产设计加工流程, 且从各工序效益来讲, 铸造和锻造的效益贡献高于单纯的机加, 产业链的完整性不仅提升了公司的竞争力也提升了盈利水平。
- 预期满产净利率 18%。目前公司投入规模较大, 折旧费用较高, 对净利率会有一定影响。根据公司可转债项目的效益测算, 差速器业务全面达产后毛利率有望达到 30%, 净利率可提升至 18%。参照可比公司精锻科技, 2018 年之前精锻净利率维持 20% 以上, 2022 年净利率 13.70%。

图表 29: 人均薪酬对比 (单位: 万元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 30: 利润率对比



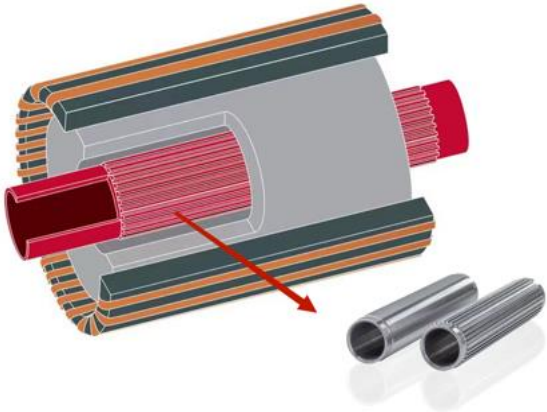
来源: WIND, 公司公告, 中泰证券研究所

3. 电机轴: 投产在即, 23Q3 开始贡献增量

- 项目优势: ① 电机轴是新能源汽车动力总成核心部件, 加速公司新能源汽车业务扩展; ② 本次投资空心电机轴, 相比传统实心轴, 重量大幅减轻, 是未来电机轻量化首选。
- 项目规划: 22 年 11 月, 公司签署投资协议, 拟投资不超过 5.5 亿元建设年产 200 万件新能源汽车用电机轴产能, 23 年 Q3 形成部分产能, 预计 25

年达产。

图表 31:空心电机轴



来源：宝飞螺公司公众号，中泰证券研究所

图表 32:空心电机轴募投项目

证券代码：603809 证券简称：豪能股份 公告编号：2022-052

**成都豪能科技股份有限公司
关于公司与泸州高新技术产业开发区管理委员会
签署投资协议的公告**

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

重要内容提示：

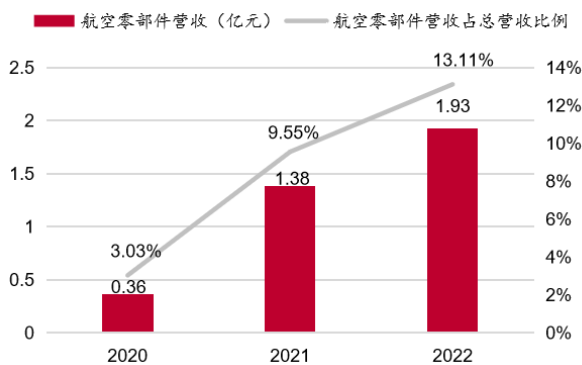
- 投资项目名称：新能源汽车关键零部件生产基地项目
- 投资金额：不超过 55,000 万元人民币
- 特别风险提示：本次投资项目投资规模较大、建设周期较长，可能面临宏观经济、行业政策、市场环境变化等影响，存在无法实现预期收益的风险，敬请广大投资者注意投资风险。

来源：公司公告，中泰证券研究所

4.航空航天：营收增长稳健，拉升整体利润率

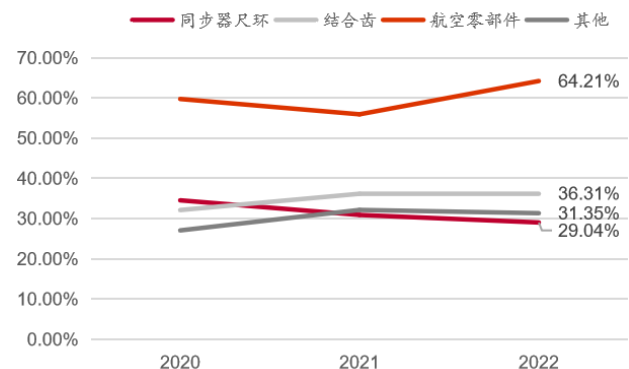
- 航空零部件营收、占比增长迅速：目前公司航空航天领域已布局昊轶强、恒翼升、豪能空天和航天神坤四家公司，积极布局航空航天两翼发展格局，22 年航空零部件营收 1.93 亿元，占总营收 13.11%，公司整体产品结构优化，加强中长期成长性。
- 航空零部件业务毛利率高：22 年航空零部件业务毛利率达 64.21%，领先公司传统业务。

图表 33:豪能航空零部件营收及其占比



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 34:豪能各业务毛利率对比



来源：iFinD，中泰证券研究所

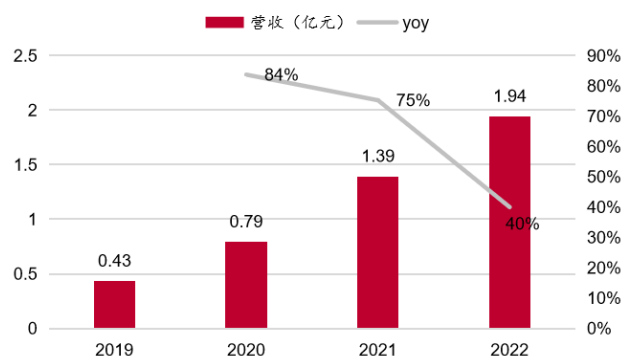
4.航空航天：昊轶强业绩快速增长贡献主要增量

- 子公司昊轶强与成飞配套深入：拥有成飞集团多个重要项目订单（C919、

ARJ21、波音、空客等），涉及飞机机头、机身、机翼、尾段等各部位相关零件，连续 3 年荣获主要客户“优秀供应商”荣誉。

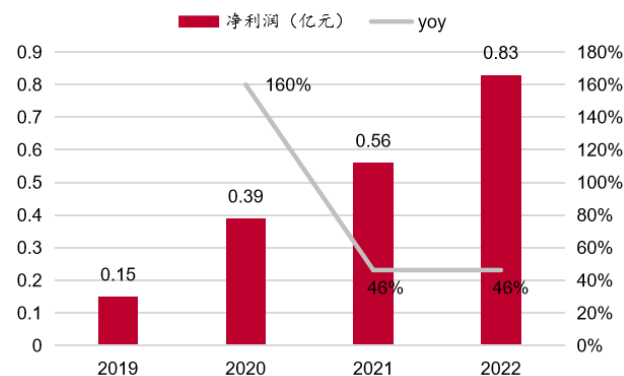
- 业绩延续高增长态势：20/21/22 年昊轶强实现营收 0.79/1.39/1.94 亿元，同比 +84%/+75%/+40%；实现净利润 0.39/0.56/0.83 亿元，同比 +160%/46%/+46%，成长潜力大。

图表 35:昊轶强营收及其增长率



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 36:昊轶强净利润及其增长率



来源：iFinD，中泰证券研究所

五、盈利预测和估值分析

核心假设:

- 汽车业务：同步器业务受燃油车销量下滑影响，尽管商用车上量可一定程度对冲，但预计同步器毛利率基本相对平稳，差速器业务上量后毛利率也将相对平稳，随着原材料价格下降等，假设汽车业务毛利率后续整体维持在 30%附近。
- 航空航天业务：航空业务规模效应逐渐明显，航天业务开始上量，往后看产业格局可能加剧，假设航空航天业务毛利率逐年下行，但保持在 40%以上。

盈利预测:

- 我们预计 23-25 年公司营收分别为 21.60/28.10/37.70 亿元，同比增速分别 46.77%/+30.09%/+34.16%；实现归母净利润 2.43/3.94/6.33 亿元，同比增速分别+15.12%/+61.92%/+60.59%，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 37: 盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体营业收入 (亿元)	14.44	14.72	21.6	28.1	37.7
yoy (%)	23.35%	1.90%	46.77%	30.09%	34.16%
毛利率 (%)	35.26%	34.55%	35.12%	34.76%	34.77%
其中: 汽车业务 (亿元)	12.82	12.44	18.50	23.40	31.30
yoy (%)	14.85%	-3.01%	48.74%	26.49%	33.76%
毛利率 (%)	31.63%	28.62%	30.63%	31.13%	32.64%
其中: 航空航天 (亿元)	1.38	1.93	2.90	4.50	6.20
yoy (%)	288.32%	39.93%	50.26%	55.17%	37.78%
毛利率 (%)	55.93%	64.21%	61.03%	47.78%	43.39%
归母净利润 (亿元)	2	2.11	2.43	3.94	6.33
yoy (%)	12.90%	5.92%	15.12%	61.92%	60.59%

来源: Wind, 中泰证券研究所测算

估值分析: 可比公司

- 选取同类型公司进行对比, 包括精锻科技、双环传动、蓝黛科技, 2023-2025 年平均 PE 分别为 19.99/15.25/12.33x, 公司对应 PE 分别为 15.2/9.4/5.8x, 相对低估。

图表 38: 可比公司估值对比

简称	代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
精锻科技	300258.SZ	48.13	3.00	3.84	4.73	0.62	0.80	0.99	16.03	12.53	10.18
双环传动	002472.SZ	212.17	8.06	10.55	13.47	0.95	1.25	1.58	26.34	20.10	15.75
蓝黛科技	002765.SZ	46.73	2.65	3.56	4.22	0.40	0.54	0.64	17.61	13.11	11.07
									19.99	15.25	12.33
豪能股份	603809.SH	36.90	2.43	3.94	6.33	0.62	1.00	1.61	15.19	9.37	5.83

来源: Wind, 中泰证券研究所预测 (注: 对应日期为 2023/5/26, 除公司外其余公司采用 wind 一致预测)

股价复盘: 近两年估值中枢稳定 20X 附近

- 17 年上市后业绩表现一般, 估值持续下行 (中枢 18X 附近), 20 年后公司开始收购昊轶强, 快速切入市场空间大、盈利水平高的航空高端装备制造领域, 估值上移 (中枢 20X 附近, 最高点 > 40X)。

图表 39: 公司股价复盘



来源：同花顺，中泰证券研究所

股价复盘：20 年收购昊轶强后明显跑赢申万汽车零部件指数

- 20 年以前公司股价与指数基本同频，20 年公司收购昊轶强后，大幅跑赢指数，后随着业绩的持续兑现，依旧明显跑赢申万汽车零部件指数。

图表 40: 公司股价复盘 (相对比较)



来源：同花顺，中泰证券研究所

六、风险提示

- **全球汽车行业景气度不及预期：**公司汽车零部件收入占比约 90%，下游汽车销量影响较大，全球汽车销量不及预期将显著影响公司业绩。
- **差速器新业务增长不及预期：**公司业绩增长主要由差速器业务贡献，差速器目前以新能源客户为主，国内新能源渗透率已达到 40%，新能源销量增速下滑或导致差速器业务增长不及预期。
- **汽车业务毛利率不及预期：**汽车行业价格战加剧，主机厂或通过超额年降等方式将降价压力传递到零部件，导致汽车业务毛利率不及预期。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	337	648	843	1,131	营业收入	1,472	2,160	2,810	3,770
应收票据	50	0	0	0	营业成本	963	1,411	1,843	2,454
应收账款	359	509	640	847	税金及附加	21	43	37	49
预付账款	33	21	28	37	销售费用	24	27	37	38
存货	636	681	960	1,299	管理费用	93	135	174	188
合同资产	0	0	0	0	研发费用	101	154	197	226
其他流动资产	196	209	248	306	财务费用	31	106	62	75
流动资产合计	1,611	2,069	2,718	3,620	信用减值损失	-1	-3	-3	-3
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	-9	-1	-1	-1
长期股权投资	82	82	82	82	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,643	1,858	2,108	2,389	投资收益	-7	-1	-1	-1
在建工程	683	783	783	683	其他收益	23	5	5	5
无形资产	202	224	257	264	营业利润	245	284	461	740
其他非流动资产	491	290	293	297	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	3,102	3,238	3,524	3,715	营业外支出	2	0	0	0
资产合计	4,713	5,307	6,242	7,335	利润总额	243	284	461	740
短期借款	286	803	980	975	所得税	24	28	46	74
应付票据	174	191	247	335	净利润	219	256	415	666
应付账款	315	423	559	751	少数股东损益	7	13	21	33
预收款项	0	1	0	1	归属母公司净利润	212	243	394	633
合同负债	1	39	51	68	NOPLAT	247	351	471	733
其他应付款	148	148	148	148	EPS (摊薄)	0.54	0.62	1.00	1.61
一年内到期的非流动负债	391	391	391	391					
其他流动负债	101	123	144	156					
流动负债合计	1,417	2,121	2,520	2,825					
长期借款	463	663	863	1,063					
应付债券	407	0	0	0					
其他非流动负债	314	234	234	234					
非流动负债合计	1,184	897	1,097	1,297					
负债合计	2,601	3,018	3,617	4,122					
归属母公司所有者权益	2,111	2,275	2,591	3,145					
少数股东权益	1	14	35	68					
所有者权益合计	2,112	2,289	2,625	3,212					
负债和股东权益	4,713	5,307	6,242	7,335					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	282	620	492	718
现金收益	441	580	723	1,021
存货影响	-123	-45	-279	-340
经营性应收影响	18	-88	-136	-215
经营性应付影响	28	127	190	281
其他影响	-81	46	-6	-28
投资活动现金流	-652	-355	-532	-472
资本支出	-622	-555	-529	-467
股权投资	7	0	0	0
其他长期资产变化	-37	200	-3	-5
融资活动现金流	410	46	235	42
借款增加	614	310	376	195
股利及利息支付	-173	-166	-237	-347
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-31	-98	96	194

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	1.9%	46.8%	30.1%	34.2%
EBIT 增长率	-1.7%	42.2%	34.0%	55.8%
归母公司净利润增长率	5.9%	15.0%	62.1%	60.5%
获利能力				
毛利率	34.6%	34.7%	34.4%	34.9%
净利率	14.9%	11.8%	14.8%	17.7%
ROE	10.0%	10.6%	15.0%	19.7%
ROIC	8.3%	9.9%	11.2%	15.0%
偿债能力				
资产负债率	55.2%	56.9%	57.9%	56.2%
债务权益比	88.1%	91.4%	94.0%	82.9%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	88	72	74	71
应付账款周转天数	104	94	96	96
存货周转天数	215	168	160	166
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.62	1.00	1.61
每股经营现金流	0.72	1.57	1.25	1.82
每股净资产	5.36	5.78	6.58	7.99
估值比率				
P/E	17	15	9	6
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	2	1	1	1

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。