

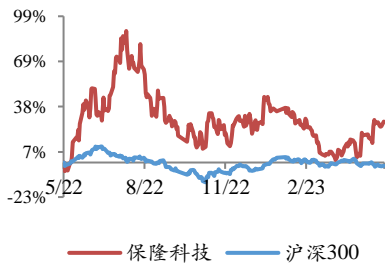
可转债募资预案发布，空悬产能加速提升

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-05-23

收盘价（元）	47.72
近 12 个月最高/最低（元）	70.69/35.17
总股本（百万股）	209
流通股本（百万股）	208
流通股比例（%）	99.46
总市值（亿元）	100
流通市值（亿元）	99

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

相关报告

主要观点：

事件：2023 年 5 月 17 日，保隆科技向不特定对象发行可转债募资，拟募集资金总额不超过 14.32 亿，用于空气悬架系统智能制造扩能项目和补充流动资金。空气悬架系统智能制造扩能项目包含的三个子项目为年产 482 万支空气悬架系统部件、空气弹簧以及汽车减振系统配件智能制造项目。

核心观点：

空悬市场扩容空间大，公司产品线布局完善

(1) 空悬国产化进程加速，市场扩容空间大。近年来，随着“消费升级+新能源趋势”加速发展，研发和制造成本高昂的空悬在乘用车和商用车市场迎来新的发展机遇。在乘用车方面，高端空悬搭载的车型已下沉到 30 万区间，主机厂积极引入国内空悬供应链，促进空悬国产化发展；2022 年国内乘用车空悬系统的整体渗透率约 1.2%，预计到 2025 年渗透率将提升至 15% 左右。在商用车方面，海外发达地区商用车空悬渗透率已达 85% 左右，国内商用车渗透率还很低，在法规的强制要求下，商用车空悬仍有较大的增长空间。

(2) 公司空悬产品线布局完善，提高公司竞争力。公司已在空悬系统领域深耕 11 年，覆盖空气弹簧、电控减振器、控制系统、储气罐、悬架高度传感器、车身加速度传感器多个产品的核心技术体系，具备全系统开发能力。在 2022 年实现营收 2.55 亿元，同比+368.39%，其中 2022 年配套出货高端新能源乘用车空气弹簧产品超过 4.6 万套，23Q1 公司空气弹簧月均出货量达到 8000 台，预计 2023 年有望贡献 10 亿营收；2024 年随着量产项目增多，根据公司目标出货量 50 万台，2024 年营收有望达 20 亿。

空悬产能逐步提升，加速公司市场拓展

目前公司空气悬架业务方面以空气弹簧和储气罐的生产为主，乘用车空气弹簧生产线有 5 条，最大产能可实现 50 万台，储气罐产线有 3 条，最大产能可实现 100 万支，在手订单量约 48.52 亿元，为本次募集资金投资项目的产能消化提供了有力的市场需求保障。此次空悬系统智能制造扩能项目拟投入募集资金 6.8 亿在合肥园区建设年产 482 万支空气悬架系统部件项目，达产后，空气弹簧减振器总成、独立式空气弹簧、空气供给单元和悬架控制器将分别实现 141 万、137 万、100 万和 104 万支的销量；同时，拟投入募集资金 2.75 亿和 0.8 亿在宁国园区分别建设空气弹簧项目和汽车减振系统配件智能制造项目，空气弹簧项目达产后预计可实现 312 万支商用车空气弹簧和 150 万支乘用车空气弹簧的销量，汽车减振系统配件项目建成后则可以分别实现 270 万支储气罐和 278 万支铝制件的销量。本次资金募集将为公司未来产品和服务的扩展提供全方位的支持，巩固提升公司市场份额和行业地位。

扩张公司营运资金，支撑公司战略发展

本次向不特定对象发行可转债将募集 3.97 亿作为流动资金。2022 年公司营收为 47.78 亿元，同比+22.58%。流动资金方面，近五年公司流动资金稳定增长，2022 年公司的流动资金为 38.20 亿，同比+18.41%；但随着公司业务规模不断提升，对流动资金需求持续增加，本次流动资金补充将保障公司运营资金正常周转，优化流动资金管理，提高抗风险能力。

投资建议

传统业务增长稳健：1) TPMS 国产替代趋势持续，售后换件市场规模稳定增长；2) 气门嘴及配件业务中 TPMS 气门嘴和配件的占比持续上升；3) 汽车金属零件因新能源车快速渗透，公司增速放缓。战略业务快速发展：1) 传感器产品矩阵丰富，拳头产品与规模效应提升整体竞争力；2) 空气悬架产能逐步提升，支撑客户定点需求；3) ADAS 领域布局不断扩张，即将迎来量产收获期。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 59.14/77.60/99.23 亿元，同比增长 23.8%/31.2%/27.9%；将实现归母净利润 3.71/4.97/6.52 亿元，同比增长 73.1%/34.0%/31.3%，对应 2023/2024/2025 年 P/E 分别为 26.90/20.08/15.29x。首次覆盖，看好公司空气悬架及传感器业务的快速发展，给予公司“买入”评级。

风险提示

市场竞争风险；乘用车及商用车销量不及预期；成本下沉趋势不及预期；新业务发展不及预期的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4778	5914	7760	9923
收入同比 (%)	22.6%	23.8%	31.2%	27.9%
归属母公司净利润	214	371	497	652
净利润同比 (%)	-20.2%	73.1%	34.0%	31.3%
毛利率 (%)	28.0%	27.0%	27.3%	27.6%
ROE (%)	8.6%	12.9%	14.8%	16.2%
每股收益 (元)	1.04	1.77	2.38	3.12
P/E	45.48	26.90	20.08	15.29
P/B	3.95	3.48	2.96	2.48
EV/EBITDA	19.02	14.64	11.96	9.51

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 需求供给双向驱动，空悬市场前景开阔	5
1.1 需求端：乘用车市场认可，商用车法规推动	5
1.2 供给端：主机厂先后配置，产业链发力入局	5
2 产品线布局完善，公司竞争力提升	6
2.1 空悬系统介绍	6
2.2 公司空悬发展进程	7
3 空悬产能逐步提升，公司市场拓展加速	8
4 储备公司营运资金，支撑公司战略发展	9
5 盈利预测与投资建议：	10
5.1 盈利预测	10
5.2 投资建议	14
风险提示：	14
财务报表与盈利预测	15

图表目录

图表 1 国内乘用车空气悬架市场渗透率	5
图表 2 配置空气悬架的国产量产车型	6
图表 3 空悬系统各部件示意图	7
图表 4 2021-2022 年公司空气悬架业务营收及变化	8
图表 5 2021-2022 年公司空气悬架业务毛利率及变化	8
图表 6 公司空悬项目定点情况	8
图表 7 公司扩能项目计划	9
图表 8 2018-2022 年公司营收及变化	10
图表 9 2018-2022 年公司流动资金及变化	10
图表 10 TPMS 业务预测逻辑	10
图表 11 气门嘴及配件业务预测逻辑	11
图表 12 传感器业务预测逻辑	11
图表 13 空气悬架业务预测逻辑	12
图表 14 业绩拆分 (单位: 亿元)	13

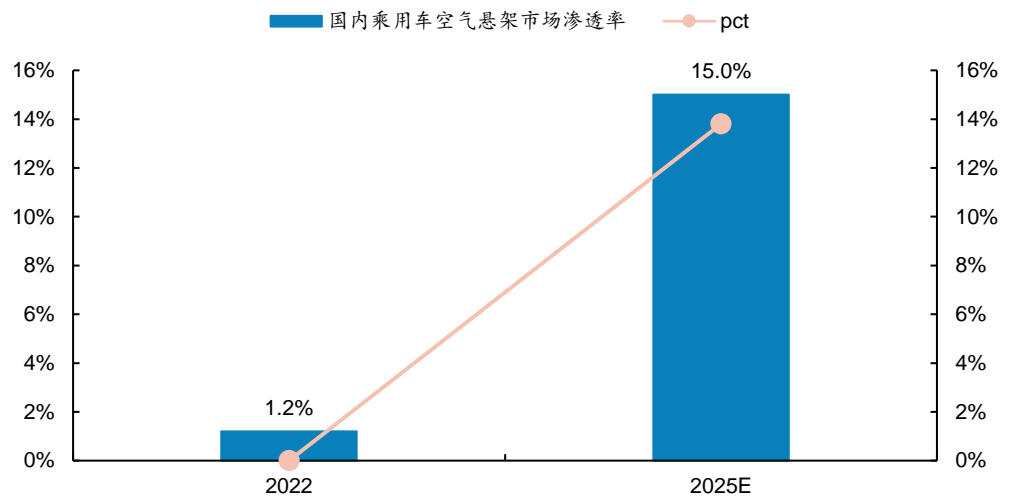
1 需求供给双向驱动，空悬市场前景开阔

1.1 需求端：乘用车市场认可，商用车法规推动

空气悬架可以保持车身高度，提升车辆的通过性、操控性及稳定性。但由于空气悬架结构的研发及生产成本高昂，长期以来仅配置高端乘用车，市场规模有限。

乘用车市场：近年来，随着“消费升级+新能源趋势”加速发展，消费者对驾乘舒适性的需求不断提高，推动自主品牌相继引入空气悬架系统，受到了消费者的广泛认可，扩大空气悬架市场规模。其次，从新能源汽车特点来看，底盘搭载核心三电系统，对底盘高度及整车 NVH 更敏感，空气悬架提供的高度可调性和驾驶平顺性，能更好地保护车辆核心系统；同时空气悬架可以适时调整底盘高度，减少风阻，降低能耗。2022 年国内乘用车中，搭载空气悬架系统的车型总销量已达到 30 万辆，整体渗透率约 1.2%。预计到 2025 年国内乘用车空悬渗透率将提升至 15% 左右，市场规模接近 380 亿，CAGR 将达到 41.3%。

图表 1 国内乘用车空气悬架市场渗透率



资料来源：36 氪网，盖世汽车社区公众号，华安证券研究所

商用车市场：商用车的空气悬架规模的提升得益于 2017 年发布的《机动车运行安全技术条件》(GB7258-2017) 规定。该规定要求总质量大于或等于 12000kg 的危险货物运输货车的后轴，所有危险货物运输半挂车，以及三轴栏板式、仓栅式半挂车应配备空气悬架。海外发达地区商用车空气悬架渗透率已达 85% 左右，国内商用车渗透率还很低，还有较大的市场扩容空间。

1.2 供给端：主机厂先后配置，产业链发力入局

主机厂方面，众多造车新势力纷纷在其高端车型上车空气悬架配置系统，包括蔚来、小鹏、理想、奇瑞等车型，以提升产品的竞争力和客户满意度。其次，空悬国产化正加速发展。随着空气悬架由高端乘用车逐步下放至 30 万价格区间车型，国内主机厂出于降本考虑，从过去以采购大陆、威伯科、威巴克、AMK 等外资供应商的空气悬架系统集成为主逐步过渡到引进生产空气悬架零部件的国内供应商，推动空气悬架供应链国产化的加速。

在空悬国产化趋势的推动下，国内多家零部件企业已进入到空气悬架市场，积极加

码布局。中鼎股份通过收购 AMK 供应商，已取得国内多家主机厂订单；拓普集团利用在底盘和减震器的积累的技术优势，布局空气悬架，准备实现量产；孔辉汽车在空气弹簧方面已获得岚图等多个自主品牌的定点。

图表 2 配置空气悬架的国产量产车型

品牌	年款	车型	智能悬架系统配置	
	2023款	ES8	全系：●	
	2022款	ES7	全系：●	
	2023款	EC7	全系：●	
	2022款	ET7	全系：●	
	2022款	ES6	75kWh运动版：- 75kWh性能版：● 75kWh签名版：●	100kWh运动版：- 100kWh性能版：● 100kWh签名版：●
	2022款	EC6	75kWh运动版：- 75kWh性能版：● 75kWh签名版：●	100kWh运动版：- 100kWh性能版：● 100kWh签名版：●
	2022款	G9	570：- 650：●	702：-
	2022款	L9	MAX版：●	
	2023款	L8	Air：- Max：●	Pro：●
	2023款	L7	Air：- Max：●	Pro：●
	2022款	H9	2.0T智联旗悦版：- 2.0T智联旗畅版：- 3.0T智联旗领四座版：●	2.0T智联旗享版：- 3.0T智联旗畅版：● 3.0T H9+卓越定制版：●
	2022款	HS7	2.0T DCT两驱智联旗悦版：- 2.0T DCT两驱智联旗畅版：- 3.0T自动四驱智联旗享版：- 3.0T自动四驱智联旗领版：●	2.0T DCT两驱智联旗享版：- 3.0T自动四驱智联旗悦版：- 3.0T自动四驱智联旗畅版：●
	2022款	E-HS9	690KM旗悦版七座：- 660KM旗畅版六座：●	690KM旗享版六座：- 660KM旗领版四座：●
	2023款	BJ90	全系：●	
	2023款	FREE	全系：●	
	2022款	梦想家	低碳版家：- 低碳版梦：● 0碳版想：- 私人定制低碳版：●	低碳版想：- 0碳版家：- 0碳版梦：● 私人定制0碳版：●
	2022款	HiPhi X	全系：●	
	2023款	HiPhi Z	全系：●	
	2023款	001	WE版：○ YOU版：●	ME版：○
	2022款	009	全系：●	

-：未配置 ○：选配 ●：标配

资料来源：公司 2022 年年度报告，华安证券研究所

2 产品线布局完善，公司竞争力提升

2.1 空悬系统介绍

空气悬架系统的关键零部件主要是空气弹簧、减振器、空气压缩机、储气罐和 ECU。空气弹簧负责调节车高度以及保持刚度稳定，按照气室数量，空气弹簧可分为单腔、双腔和三腔，一般气室越多意味着弹性和综合性能越好，结构更复杂，成本更高。减振器主要实现悬架软硬的变化，通常和空气弹簧装配在一起形成弹簧减振器总成，以实现主动悬架效果，装配的工艺较复杂。空气压缩机是整个空气单元的核心部件，功能是压缩空气来向高压空气罐充气，再由空气阀调节储气罐与空气弹簧的气压与气量。储气罐的作用是将其储存的高压气体能快速及时地充入到空气弹簧里，使空气弹簧在短时间内达到所需高度和气压。ECU 过去一般由生产空气弹簧和空气压缩机的核心零部件生产商研发，而 ECU 未来或由主机厂自研为主，核心技术主要掌握在海外供应商手中，国内起步较晚。

图表 3 空悬系统各部件示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2 公司空悬发展进程

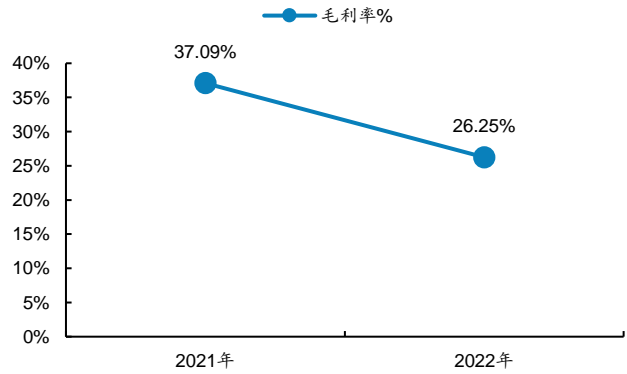
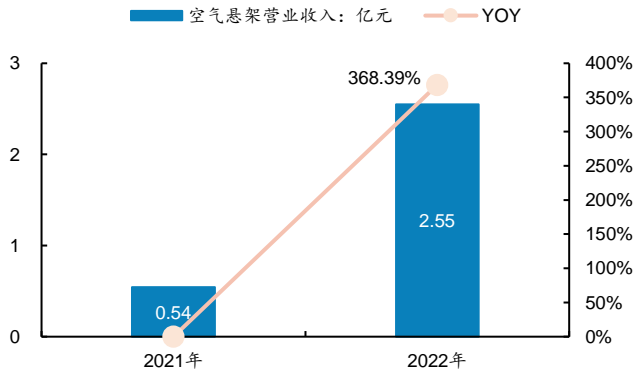
公司已在空气悬架系统业务领域深耕 11 年，通过长期的研发和生产实践，已形成覆盖空气弹簧、电控减振器、控制系统、储气罐、悬架高度传感器、车身加速度传感器多个产品的核心技术体系，具备全系统开发能力。2012 年，开始进入空气悬架领域，以研制商用车空气弹簧为主；2015 年，开始为主机厂驾驶室开发空气弹簧；2016 年开发电控减振器，目前已具备完善的技术标准和测试手段；2017 年，过渡到乘用车空气弹簧领域；2018 年组建团队研发空气悬架系统集成和 ECU，融入悬架高度传感器以及加速度传感器等零部件；2020 年初，获得第一个乘用车原配主机厂项目；2022 年，公司量产下线储气罐产品。

得益于公司的先发优势，空气悬架业务营收随着智能化和舒适化趋势的推进迅速增加。2022 年实现营收 2.55 亿元，同比+368.39%，增量主要系公司 2022 年配套出货高端新能源乘用车空气弹簧产品超过 4.6 万套。2022 年毛利率为 26.25%，

同比-10.84pct; 毛利出现下滑主要系 2021 年以提供商用车空气弹簧为主, 2022 年乘用车空气弹簧开始贡献主要收入; 商用车空气弹簧产品毛利水平较高, 乘用车空气弹簧产品由于技术门槛较高导致前期开发和产能建设投入较多。23Q1 公司空气弹簧月均出货量达到 8000 台, 预计 2023 年有望贡献 10 亿营收; 2024 年随着量产项目增多, 根据公司目标出货量 50 万台, 2024 年营收有望达 20 亿; 未来随着零部件自制率的提升和量产规模不断扩大, 后续乘用车弹簧产品的成本和各项费用率将持续优化, 毛利率也有望进一步提升。

图表 4 2021-2022 年公司空气悬架业务营收及变化

图表 5 2021-2022 年公司空气悬架业务毛利率及变化



资料来源: 公司 2022 年年度报告, 华安证券研究所

资料来源: 公司 2022 年年度报告, 华安证券研究所

3 空悬产能逐步提升, 公司市场拓展加速

当前, 公司空气悬架业务方面以空气弹簧和储气罐的生产为主, 宁国工厂负责商用车产品的开发生产, 合肥工厂负责乘用车产品的开发生产。在空气弹簧方面, 乘用车空气弹簧生产线有 5 条, 最大产能可实现 50 万台; 在储气罐方面, 公司 2022 年 6 月完成国内首条乘用车储气罐全自动生产线, 年产能 20 万支, 随着 2023 年底, 完成另外两条储气罐产线落地, 预计 2024 年实现最大年产能 100 万支。

其次, 公司依托在空气悬架领域长期积累, 已有多款空气悬架系统产品顺利获得国内外知名主机厂及国内头部新能源主机厂在内的多家主机厂的多款平台车型的项目顶点, 在空气悬架系统领域具有深厚的客户储备及在手订单, 在手订单量共计约 48.52 亿元, 为本次募集资金投资项目的产能消化提供了有力的市场需求保障。

图表 6 公司空悬项目定点情况

公告时间	客户	配套产品	预计量产时间	生命周期	总额
2023.02.11	欧洲高端品牌	储气罐	2025年上半年	9年	2.3亿元
2023.01.17	国内合资品牌	空气弹簧	2025年上半年	7年	2.4亿元
2022.11.15	国内新能源品牌	双腔空气弹簧	2023年10月	7年	23亿元
2022.10.24	国内自主品牌	空气供给单元	2024年初	5年	13亿元
2022.05.10	国内新能源品牌	储气罐	2023年上半年	5年	1.5亿元
2021.12.18	国内新能源品牌	空气弹簧	2024年1月	6年	4.6亿元
2021.10.12	国内新能源品牌	空气弹簧	2023年3月	6年	1.72亿元

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

本次可转债将募集 10.35 亿, 投资 15.22 亿用于空气悬架系统智能制造扩能项目, 将进一步提升公司空气悬架系统的业务规模, 增强公司产品供应能力, 实现公司产品扩展。

按照公司募集资金的扩产计划,拟投入募集资金 6.8 亿在合肥园区建设年产 482 万支空气悬架系统部件项目,达产后,空气弹簧减振器总成、独立式空气弹簧、空气供给单元和悬架控制器将分别实现 141 万、137 万、100 万和 104 万支的销量;同时,拟投入募集资金 2.75 亿和 0.8 亿在宁国园区分别建设空气弹簧项目和汽车减振系统配件智能制造项目,空气弹簧项目达产后预计可实现 312 万支商用车空气弹簧和 150 万支乘用车空气弹簧的销量,汽车减振系统配件项目建成后则可以分别实现 270 万支储气罐和 278 万支铝制件的销量。

图表 7 公司扩能项目计划

项目	主要产品	达产期产量 单位:万支	达产期扣除内部交易后对外销量 单位:万支
年产482万支空气悬架系统 部件项目	空气弹簧减振器总成	141	141
	独立式空气弹簧	137	137
	空气供给单元	100	100
	悬架控制器	104	104
空气弹簧项目	商用车空簧	312	312
	乘用车空簧	428	150
汽车减振系统配件项目	储气罐	270	270
	铝制件	792	278

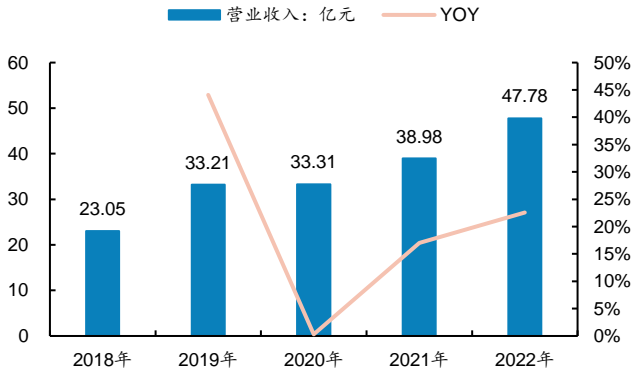
资料来源:公司公告,华安证券研究所

4 储备公司营运资金,支撑公司战略发展

近年来,公司顺应智能化和轻量化的趋势发展,在空气悬架、传感器、ADAS 等新兴业务领域取得了多项技术发展,同时在传统 TPMS 细分市场始终保持龙头地位,助力公司 2022 年实现营收大幅增长,2022 年公司营收为 47.78 亿元,同比 +22.58%。流动资金是流动资产的表现形式,包括现金、存货(材料、在制品、及成品)、应收账款、有价证券、预付款等项目。近五年公司流动资金稳定增长,2022 年公司的流动资金为 38.20 亿,同比+18.41%;但随着公司业务规模不断提升,对流动资金需求持续增加,本次向不特定对象发行可转债将募集 3.97 亿作为流动资金,提高公司流动资产规模,保障公司运营资金正常周转;相比银行借款等融资方式,通过可转债补充流动资金对资产负债结构更有利,促使公司长期稳定发展。

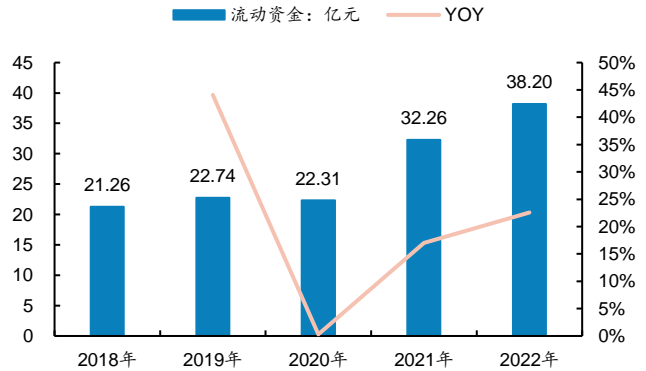
总的来看,本次资金募集将支撑公司战略发展,为公司未来产品和服务的扩展提供全方位的支持,巩固提升公司市场份额和行业地位;同时优化公司流动资金管理,提高公司抗风险能力。

图表 8 2018-2022 年公司营收及变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2018-2022 年公司流动资金及变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

5 盈利预测与投资建议:

5.1 盈利预测

传统业务:

公司汽车 TPMS、无内胎气门嘴、排气管产品市场份额已处于全球领先地位

1) TPMS 业务, 消费者对直接式 TPMS 的认知加强, 国产替代趋势持续; 随着主要汽车市场上 TPMS 发射器因电池耗尽进入更换周期, 售后替换件市场规模将平稳增长。2022 年实现销售收入 14.76 亿元, 同比增长 10.85%, 预计 2023-2025 年销量分别为 4189/4713/5420 万只, 单价以 2% 的比率下降, 分别为 37.99/37.23/36.48 元/只, 给予 2023-2025 年的销售收入增速分别为 7.80%、10.25%、12.70%, 毛利率保持在 26%。

图表 10 TPMS 业务预测逻辑

单位/亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销量 (万只)	2910	3283	3808	4189	4713	5420
YOY		14.23%	12.81%	16.00%	10.00%	12.50%
单价 (元)	39.12	40.56	38.76	37.99	37.23	36.48
YOY		-11.31%	3.68%	-4.44%	-2%	-2%

资料来源: 华安证券研究所测算

2) 气门嘴及配件业务, 轮胎气门嘴是轮胎的核心零部件之一, 近几年来随着 TPMS 的广泛应用, TPMS 气门嘴逐渐在乘用车上使用, 成为新的业务增长点, TPMS 气门嘴和配件的占比持续上升。预计气门嘴及配件业务销量增速为 5%, 分别为 23965、25163、26422 万只, 单价为 3.13 元/只。我们预计 2023-2025 年营收增速为 5%、5%、5%; TPMS 业务带动下毛利率逐年提升至 40%、41%、42%。

图表 11 气门嘴及配件业务预测逻辑

单位/亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销量 (万只)	19536	22648	22824	23965	25163	26422
YOY	-13.30%	15.93%	0.78%	5%	5%	5%
单价 (元)	3.07	3.04	3.13	3.13	3.13	3.13

资料来源：华安证券研究所测算

3) 汽车金属管件业务，产品包括排气系统管件、EGR 管件和轻量化底盘与车身结构件，管件需求受燃油车市场份额缩小影响，增速将逐步放缓。轻量化业务将维持高增速，2022 年销售收入超 1 亿元，体量仍较小。整体来看，我们预计 2023-2025 年营收增速将逐年放缓，具体为 5%、4%、3%；毛利率将保持在 2022 年同等水平，即 24.5%。

战略业务：

公司坚持智能化和轻量化的战略发展方向，公司空气悬架和传感器业务获得快速发展，ADAS 产品还在持续的开发与培育中。

1) 传感器业务，形成六大品类，包括压力/速度/光学/位置/加速度/电流类传感器，有 40 多种产品。将发展轮速传感器、雨量光线阳光温湿度 HUD 传感器、磁通门传感器这三类拳头产品，发挥在细分市场的龙头角色，凭借丰富产品矩阵，也将拉动公司的收入和利润。据 Yole 规模预测，2022 年全球汽车传感器规模为 89 亿美元，至 2028 年 CAGR 为 10%，其中中国市场汽车销量占比约 30%。公司 2022 年传感器收入为 3.66 亿元，在国内传感器市场份额约 1.96%。国产化传感器的市场份额在逐步提升，预计市场规模 CAGR 为 10%，公司 2023-2025 年国内传感器业务市占率分别为 3/4/5%，我们预计 2023-2025 年营收增速为 68.74%、46.67%、37.50%；拳头产品规模化放量提升毛利率分别为 24%、24.5%、25%。

图表 12 传感器业务预测逻辑

单位/亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球市场 (美元)			89	97.9	107.69	118.459
CAGR				10%	10%	10%
国内市场 (人民币)			186.9	205.59	226.149	248.7639
市占率			1.96%	3%	4%	5%

资料来源：Yole，华安证券研究所测算

2) 空气悬架业务，乘用车高端空悬搭载车型已下沉到 30 万区间，主机厂积极引入国内空悬供应链，促进空悬国产化发展。在法规的强制要求下，商用车空悬仍有较大的增长空间。空悬产能逐步提升，预计公司 2023-2025 年乘用车空悬出货量为 20/40/60 万台，平均单车价值为 5000 元；商用车市场回暖，2023-2025 年商用车空悬出货量为年 120/140/160 万只，平均每只单价为 45 元，共实现营收 10.54、20.63、30.72 亿元，规模化将提升毛利率分别为 28%、29%、30%。

图表 13 空气悬架业务预测逻辑

单位/亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
商用车		0.50	0.30	0.54	0.63	0.72
销量 (万只)		125.39	50.88	120	140	160
单价 (元)		39.88	58.96	45	45	45
乘用车		0.04	2.25	10	20	30
销量 (万台)			4.6	20	40	60
单价 (元)			4891	5000	5000	5000

资料来源：华安证券研究所测算

3) ADAS 业务，仍处于持续开发培育阶段，归于报表中的其他业务。产品包括双目前视系统、360 环视系统、驾驶员监测系统、路面预瞄系统等车载视觉产品，以及行泊一体域控制器、毫米波雷达和超声波雷达等，智能驾驶已进入 ADAS（即高级驾驶辅助系统）渗透率提升的阶段，截至 2023 年 3 月 23 日，公司 ADAS 产品在手订单金额超 30 亿元。预计该业务 2023-2025 年营收分别为 2/4/8 亿元，呈翻倍增长的发展趋势，参考可比公司德赛西威、经纬恒润毛利率预计为 25%。

图表 14 业绩拆分 (单位: 亿元)

单位/亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	33.31	38.98	47.78	59.14	77.60	99.23
YOY	0.30%	17.01%	22.58%	23.79%	31.21%	27.86%
毛利率	31.88%	27.41%	28.00%	26.98%	27.26%	27.59%
TPMS	11.39	13.32	14.76	15.91	17.54	19.77
YOY	1.31%	16.96%	10.85%	7.80%	10.25%	12.70%
毛利率	22.79%	25.46%	25.45%	26.00%	26.00%	26.00%
营收占比	34.18%	34.17%	30.90%	26.91%	22.61%	19.93%
气门嘴及配件	5.99	6.88	7.16	7.50	7.88	8.27
YOY	-5.21%	14.84%	4.04%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	49.68%	42.06%	38.18%	40.00%	41.00%	42.00%
营收占比	17.98%	17.64%	14.98%	12.68%	10.15%	8.33%
汽车金属管件	9.70	11.65	13.39	14.06	14.63	15.07
YOY	7.15%	20.05%	15.01%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	38.45%	19.57%	24.49%	24.50%	24.50%	24.50%
营收占比	29.13%	29.88%	28.04%	23.78%	18.85%	15.18%
传感器		1.82	3.66	6.17	9.05	12.44
YOY			101.38%	68.74%	46.67%	37.50%
毛利率		20.72%	23.66%	24.00%	24.50%	25.00%
营收占比		4.66%	7.65%	10.43%	11.66%	12.53%
空气悬架		0.54	2.55	10.54	20.63	30.72
YOY			368.39%	313.37%	95.73%	48.91%
毛利率		37.09%	26.25%	28.00%	29.00%	30.00%
营收占比		1.40%	5.34%	17.82%	26.58%	30.96%
ADAS			0.60	2.00	4.00	8.00
YOY				233.33%	100.00%	100.00%
毛利率			25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
营收占比			1.26%	3.38%	5.15%	8.06%
其他业务	5.43	6.01	3.80	2.96	3.88	4.96
YOY	-6.86%	10.74%	-36.77%	-22.16%	31.21%	27.86%
营收占比	16.29%	15.42%	7.95%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 华安证券研究所测算

5.2 投资建议

传统业务增长稳健:1) TPMS 国产替代趋势持续, 售后换件市场规模稳定增长; 2) 气门嘴及配件业务中 TPMS 气门嘴和配件的占比持续上升; 3) 汽车金属零件因新能源车快速渗透, 公司增速放缓。**战略业务快速发展:** 1) 传感器产品矩阵丰富, 拳头产品与规模效应提升整体竞争力; 2) 空气悬架产能逐步提升, 支撑客户定点需求; 3) ADAS 领域布局不断扩张, 即将迎来量产收获期。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 59.14/77.60/99.23 亿元, 同比增长 23.8%/31.2%/27.9%; 将实现归母净利润 3.71/4.97/6.52 亿元, 同比增长 73.1%/34.0%/31.3%, 对应 2023/2024/2025 年 P/E 分别为 26.90/20.08/15.29x。首次覆盖, 看好公司空气悬架及传感器业务的快速发展, 给予公司“买入”评级。

风险提示:

市场竞争风险; 乘用车及商用车销量不及预期; 成本下沉趋势不及预期; 新业务发展不及预期的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3820	4061	5359	6081	营业收入	4778	5914	7760	9923
现金	858	892	474	750	营业成本	3440	4319	5645	7185
应收账款	1213	1258	2006	2158	营业税金及附加	41	42	57	74
其他应收款	30	49	52	78	销售费用	240	296	388	496
预付账款	32	39	51	65	管理费用	329	384	504	645
存货	1530	1563	2554	2655	财务费用	101	25	36	54
其他流动资产	157	261	222	375	资产减值损失	-34	0	0	0
非流动资产	2795	3273	3792	4256	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	74	110	151	191	投资净收益	-2	-2	-3	-3
固定资产	1385	1542	1669	1765	营业利润	305	520	699	917
无形资产	201	258	322	384	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1135	1362	1649	1916	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	6615	7334	9151	10336	利润总额	303	520	699	917
流动负债	2716	3043	4332	4827	所得税	76	127	172	225
短期借款	813	1082	1379	1667	净利润	227	393	527	692
应付账款	1031	1049	1700	1786	少数股东损益	13	23	30	40
其他流动负债	872	912	1254	1373	归属母公司净利润	214	371	497	652
非流动负债	1112	1112	1112	1112	EBITDA	586	783	1019	1283
长期借款	1045	1045	1045	1045	EPS (元)	1.04	1.77	2.38	3.12
其他非流动负债	67	67	67	67					
负债合计	3829	4155	5444	5939					
少数股东权益	288	311	341	381	主要财务比率				
股本	209	209	209	209	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1067	1067	1067	1067	成长能力				
留存收益	1222	1592	2089	2740	营业收入	22.6%	23.8%	31.2%	27.9%
归属母公司股东权益	2498	2868	3365	4016	营业利润	-19.6%	70.4%	34.4%	31.2%
负债和股东权益	6615	7334	9151	10336	归属于母公司净利	-20.2%	73.1%	34.0%	31.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	28.0%	27.0%	27.3%	27.6%
					净利率 (%)	4.5%	6.3%	6.4%	6.6%
					ROE (%)	8.6%	12.9%	14.8%	16.2%
					ROIC (%)	6.2%	7.5%	8.7%	10.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	57.9%	56.7%	59.5%	57.5%
					净负债比率 (%)	137.4%	130.7%	146.9%	135.0%
					流动比率	1.41	1.33	1.24	1.26
					速动比率	0.81	0.79	0.62	0.68
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.85	0.94	1.02
					应收账款周转率	4.69	4.79	4.76	4.77
					应付账款周转率	4.02	4.15	4.11	4.12
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.04	1.77	2.38	3.12
					每股经营现金流薄)	0.84	2.49	0.66	3.95
					每股净资产	11.96	13.73	16.11	19.22
					估值比率				
					P/E	45.48	26.90	20.08	15.29
					P/B	3.95	3.48	2.96	2.48
					EV/EBITDA	19.02	14.64	11.96	9.51

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，TMT 行业首席分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。