

## 证券研究报告·公司深度

# 华懋科技：本土安全气囊龙头，伴随国产新能源车共崛起

分析师：程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：

S1440520070001

SFC 中央编号：BQR089

分析师：何俊艺

hyjunyi@csc.com.cn

15121172110

SAC 执证编号：

S1440521010002

分析师：陈怀山

chenhuai@shan@csc.com.cn

17721203703

SAC 执证编号：

S1440521110006

分析师：刘双锋

liushuangfeng@csc.com.cn

15013629685

SAC 执证编号：

S1440520070002

SFC 中央编号：BNU539

分析师：孙芳芳

sunfangfang@csc.com.cn

15618077298

SAC 执证编号：

S1440520060001

日期：2022年11月15日

# 核心结论

**选股逻辑：被低估的汽车被动安全行业，高进入壁垒及国产替代空间大**

汽车被动安全零部件包括安全带、安全气囊及方向盘等零部件，产品强制认证及测试标准严格，行业准入门槛较高。公司是本土安全气囊龙头，专注高壁垒的被动安全领域20年，并战略投资光刻胶领域，助力国产替代。

• **安全气囊：产品升级推动市场空间扩容，国产替代加速，盈利能力维持高位**

公司是本土安全气囊袋供应商，核心管理层长期稳定。公司深度受益于国产新能源车崛起，目前已经供货比亚迪、特斯拉等新能源客户。新能源车时代，单车气囊配置数量从2-3个增配到6个，并引入价值量约68元/个的OPW气囊，单车价值量从75-90元增加到约262元，带动公司单季营收首度超过3亿元。公司市占率36%以上，大力扩张厦门和越南工厂产能。安全气囊质量要求苛刻，供应商快速响应能力要求较高，因此整车厂倾向长期合作，公司凭借高壁垒实现毛利率约40%以及净利率约20%。

• **光刻胶：战略收购徐州博康26.2%股权，多款高端胶进入实质销售阶段**

2020年公司通过债转股形式，投资徐州博康26.2%股权。徐州博康致力于半导体光刻胶上游的全国产替代，品类涵盖单体、树脂和配套溶剂助剂。高端ArF、KrF胶各23款处于研发阶段，其中ArF胶部分可以用于14-28nm先进制程。ArF、KrF胶分别有2款、13款已形成实质销售。

• **边际变化：原材料尼龙66价格回落，Q3盈利拐点已现**

公司原材料成本主要为尼龙66，价格从21年Q4的4万元/吨回落到目前的2.5万元/吨左右，带动毛利率从Q2的29.88%回升到Q3的32.81%。尼龙66技术壁垒已攻克，国内大量产能在建。如果未来供过于求，尼龙66价格或下降到2万元/吨以下，公司毛利率有望回升到40%以上。

**投资建议：预计2022-2024年公司营收15.7/21.9/30.6亿元，实现归母净利润2.5/4.8/7.1亿元，首次覆盖给予“买入”评级。**

# 目录

---

- 一、本土被动安全龙头，股权和核心团队稳定
- 二、财务分析：气囊袋营收不断增长、Q3就是原材料成本拐点
- 三、 $\beta$ ：高壁垒高毛利的被动安全板块，单车安全气囊袋价值量增加到3倍
- 四、 $\alpha$ ：本土OPW气囊供应商，市占率49%，深度绑定比亚迪特斯拉等主机厂
- 五、战略投资徐州博康光刻胶，多款高端胶进入实质销售阶段
- 六、盈利预测与风险提示

# 目录

---

- 一、本土被动安全龙头，股权和核心团队稳定
- 二、财务分析：气囊袋营收不断增长、Q3就是原材料成本拐点
- 三、 $\beta$ ：高壁垒高毛利的被动安全板块，单车安全气囊袋价值量增加到3倍
- 四、 $\alpha$ ：本土OPW气囊供应商，市占率49%，深度绑定比亚迪特斯拉等主机厂
- 五、战略投资徐州博康光刻胶，多款高端胶进入实质销售阶段
- 六、盈利预测与风险提示

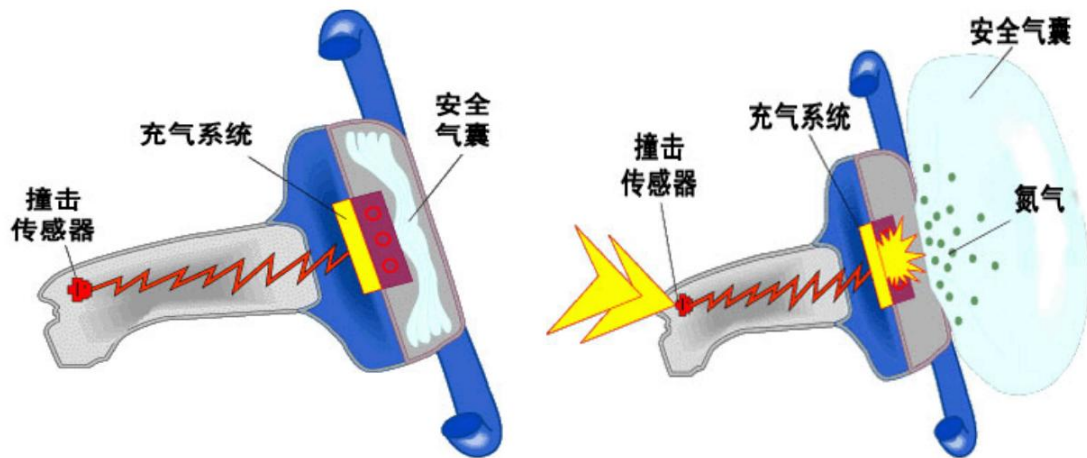
# 专注被动安全领域的龙头

公司围绕汽车被动安全领域布局，产品主要包括安全带、安全气囊布和安全气囊袋。车用安全气囊总成包含传感器、充气系统和安全气囊袋，发生碰撞后几分之一秒，传感器判断碰撞强度，并发送点火信号，充气系统接收信号并点燃火药，瞬时产生大量氮气充满袋体，起到缓冲作用，同时安全带将辅助固定乘客。目前公司产品包含了安全带、气囊布、气囊袋，其中气囊袋包括有帘式气囊（CAB）、驾驶员气囊（DAB）、副驾驶气囊（PAB）、膝部气囊（KAB）、侧气囊（SAB）。安全气囊碰撞保护效果明显，欧美早已强制安装，我国日趋严格。在汽车碰撞时，单独使用安全气囊可降低18%死亡率，和安全带共同使用可减少47%的死亡率，保护效果明显，目前我国无强制性法规，但近年来随着各种碰撞测试的增加，主机厂对安全气囊的重视度持续提升，数量增加、种类增加。

图表：公司产品包括安全气囊布、安全气囊袋、安全带等



图表：安全气囊瞬间充气保护乘员



# 专注主业二十年，深耕产业链

- 公司成立于2002年，深耕产业链，布局第二成长曲线光刻胶。公司从尼龙纺织品起步切入汽车领域，持续扩张品类，将业务向海外延伸：2005年量产安全气囊布，2007年通过认证，2012年扩展安全气囊袋、2014年量产OPW气囊袋（一次成型气囊），2019年越南子公司实现量产，2021年，公司战略投资徐州博康，有望开启公司高端光刻胶第二成长曲线。

图：公司主营产品不断扩张



## 安全气囊布（2005年）

**下游扩张**切割、缝制工序，向延锋、奥托立夫、比亚迪等客户直接提供气囊袋



## 安全气囊袋（2012年）

**品类扩张**到多部位气囊，从传统前排气囊到侧气囊、膝部气囊等



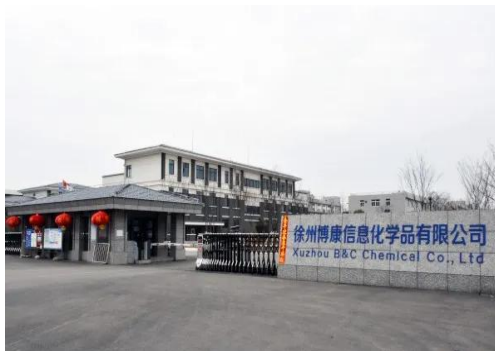
## OPW气囊袋（2014年）

较高技术壁垒的OPW气囊（属于侧气囊）



## 越南海防工厂（2019年）

**海外扩张**以降低人力成本、避免国际贸易摩擦



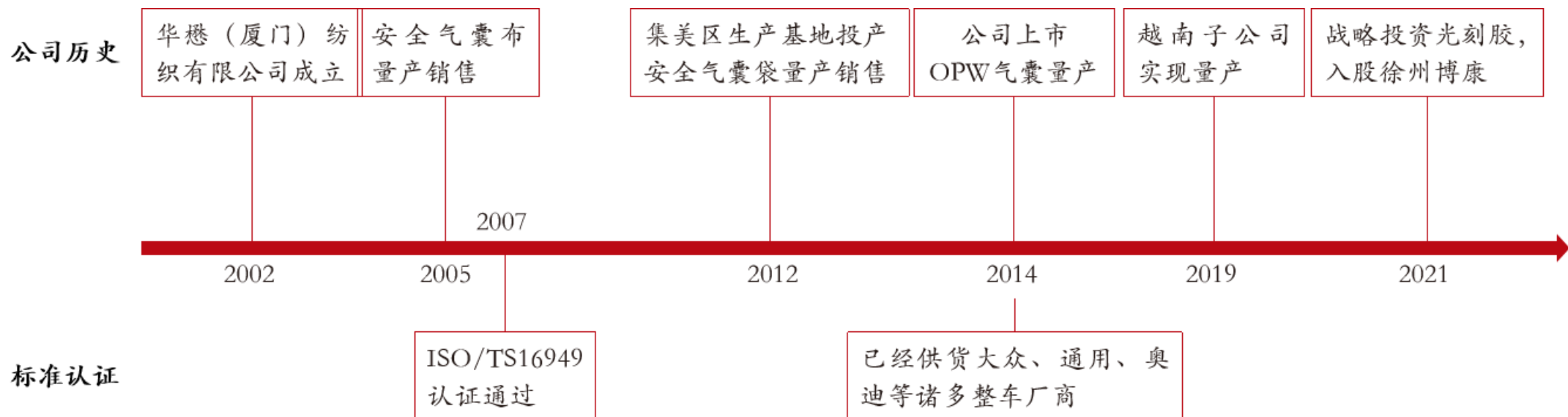
## 入股徐州博康（2021年）

**板块扩张**投资高端胶领先的国产替代公司，占股26.2%

# 历史沿革：先合资后自主，全面扎根国内市场

- 公司二十年间专注被动安全主业，率先认证进入整车厂深耕。2005年率先实现安全气囊布量产，2007年通过ISO/TS16949认证，截至2014年上市时，已经深入扎根国内外主流车供应链体系，供应大众、通用、奥迪、福特、比亚迪、长城、奇瑞、吉利等整车厂商。

图表：公司专注被动安全主业，2007年即通过行业认证



# 股权结构：平稳过渡、加大激励、核心团队稳定

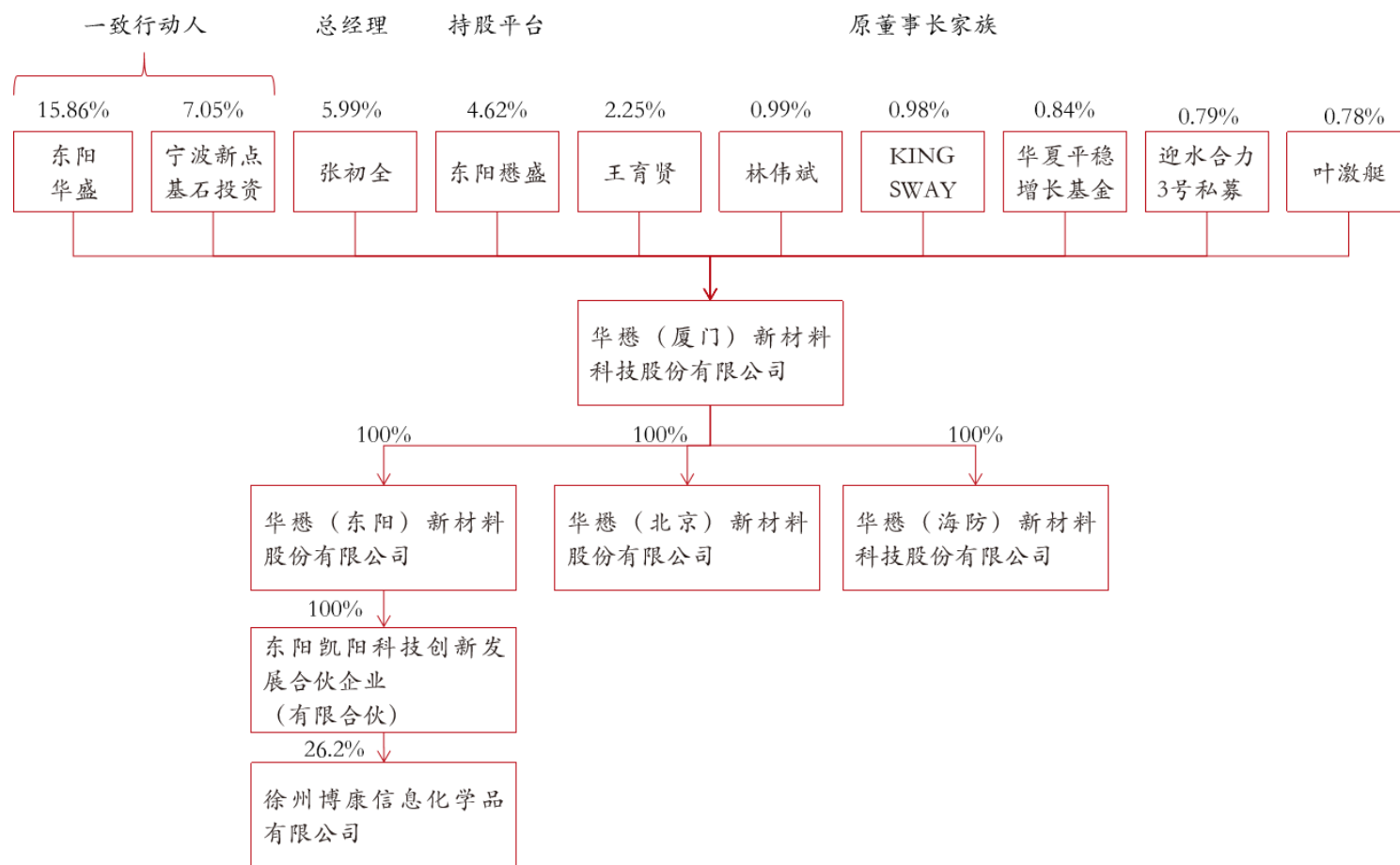
2020年变更控股股东，核心管理层始终不变，股权平稳过渡。

创始人年事已高，通过KINGSWAY不断减持离场，并于2018年卸任董事长，总经理张初全暂管。

2020年，东阳华盛与其一致行动人宁波新点共同受让25%股份，东阳华盛实控人袁晋清成为董事长。总经理张初全职务不变。

其他前十大股东无利益冲突。具体分别为总经理、持股平台和其他自然人，公司运营决策平稳。

图：公司股比结构



资料来源：公司公告，中信建投

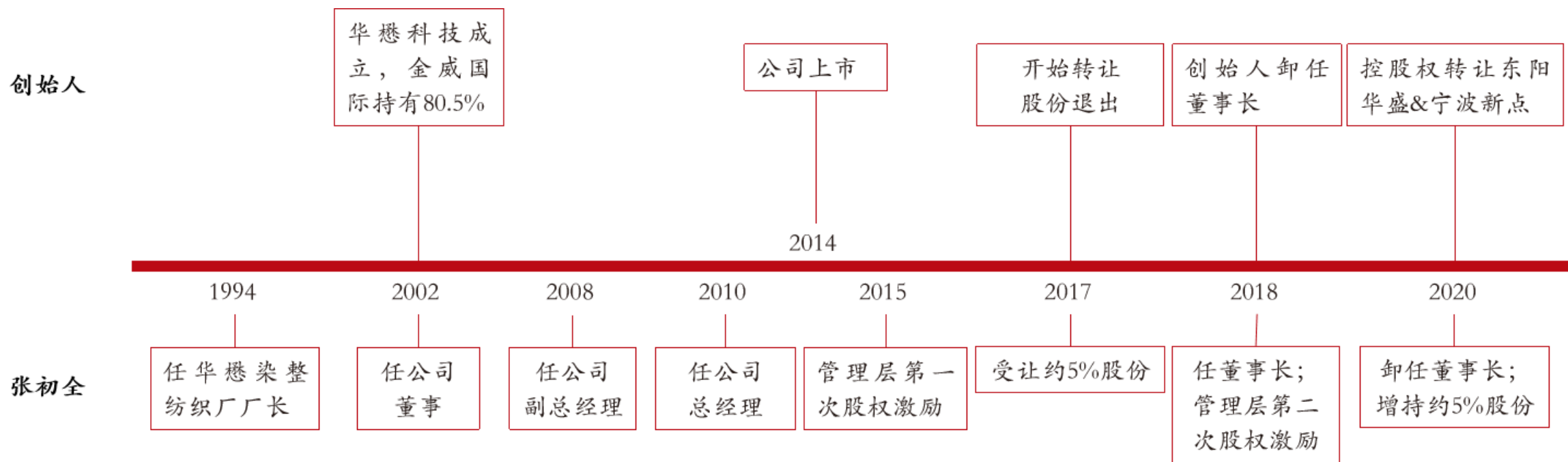


# 股权结构：平稳过渡、加大激励、核心团队稳定

公司执行层团队稳固，总经理专注业务，从创立起加入公司。总经理张初全于1994年加入华懋，从华懋染整纺织厂厂长做起，2010年接任总经理，2018年-2020年暂兼任董事长，是管理层最核心人员。

其他副总经理通过间接持股、股权激励保证积极性。公司2015、2018、2021年施行股权激励，公司高管均参与其中。副总经理曹耀峰、崔广三、陈少琳等均已在公司任职多年，通过股权激励实现利益绑定。

图表：创始人平稳退出，总经理张初全团队接棒



# 目录

---

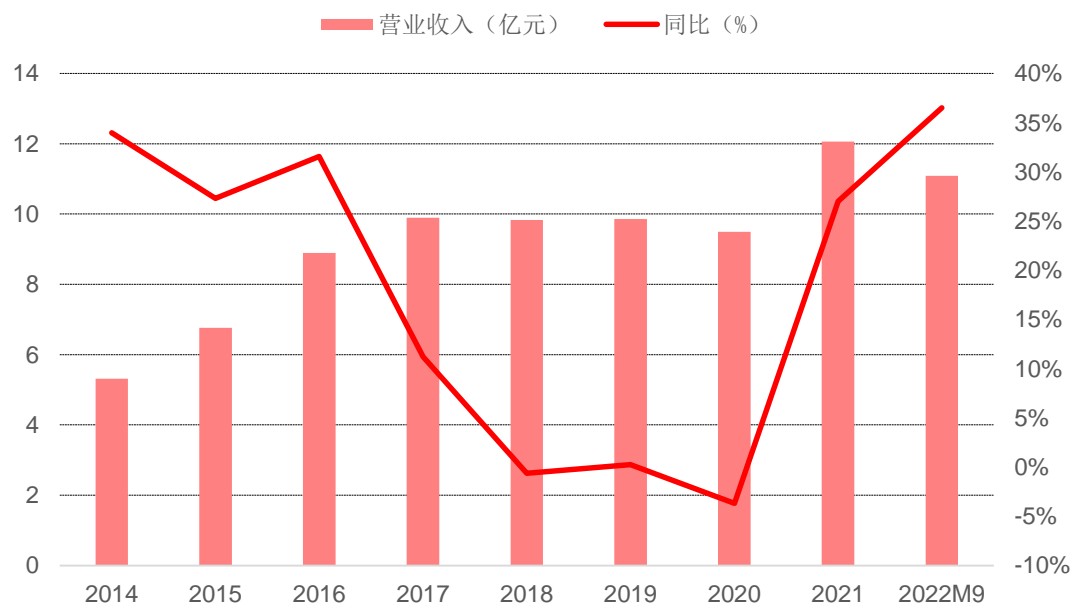
- 一、本土被动安全龙头，股权和核心团队稳定
- 二、财务分析：营收快速增长、Q3就是原材料成本拐点
- 三、 $\beta$ ：高壁垒高毛利的被动安全板块，单车安全气囊袋价值量增加到3倍
- 四、 $\alpha$ ：本土OPW气囊供应商，市占率49%，深度绑定比亚迪特斯拉等主机厂
- 五、战略投资徐州博康光刻胶，多款高端胶进入实质销售阶段
- 六、盈利预测与风险提示

# 财务分析：营收拐点已至，单季度突破3亿

2018-2020年，华懋科技营业收入为9.83、9.86、9.50亿元，由于期间汽车行业受购置税退出政策、宏观经济和中美贸易摩擦等影响，导致乘用车产量连续3年负增长，公司营收受到影响。

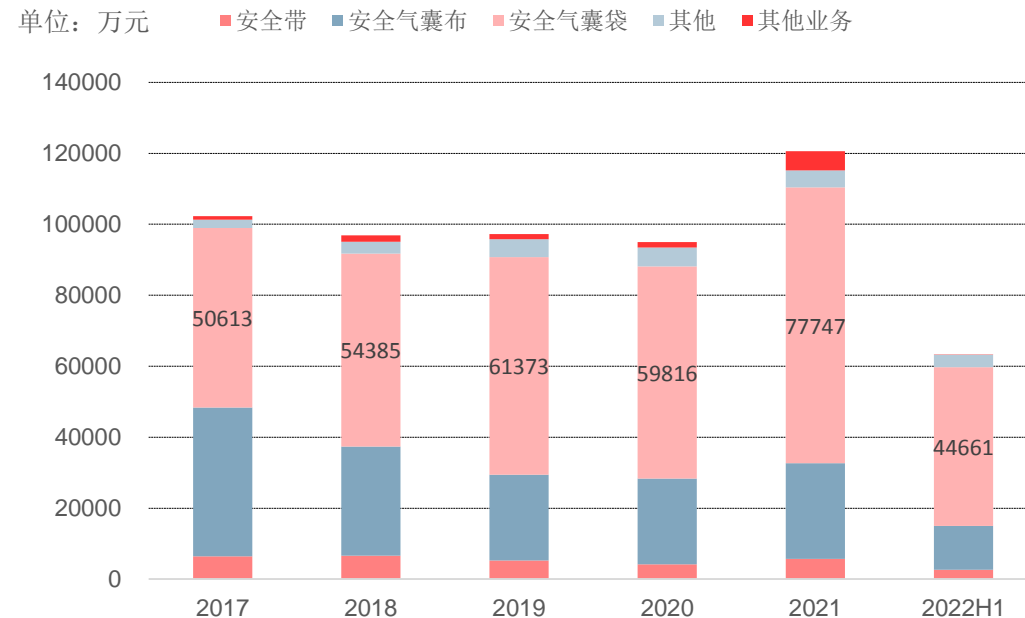
乘用车市场回暖后，公司重回高速增长。2021年营收12.06亿元，同比+27.01%；2022年前三季度营收11.08亿元，同比+36.52%。

图表：营收重回高速增长



资料来源：公司年报，中信建投

图表：安全气囊袋业务推动营收增长



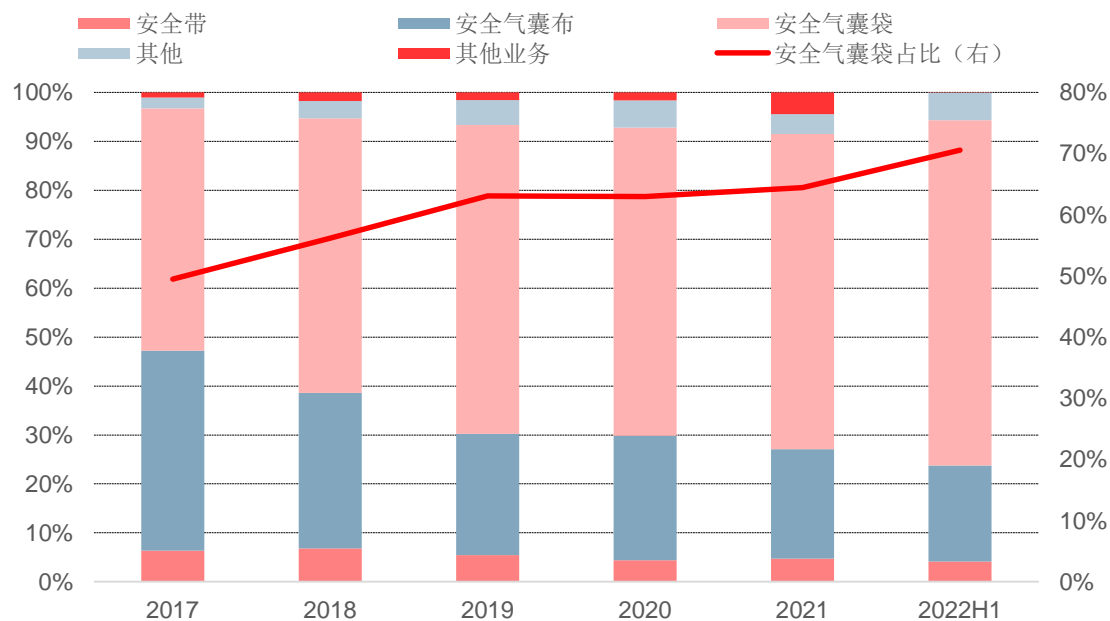
资料来源：公司年报，中信建投

# 财务分析：气囊袋收入逆势提升

行业历经3年负增长，气囊袋营收不降反升。气囊袋是公司核心业务，在原有气囊布基础上，响应客户需求延伸到下游缝纫环节。2018-2020年行业下行，但公司安全气囊袋收入从5.43亿元增加到5.98亿元，营收结构进一步优化。

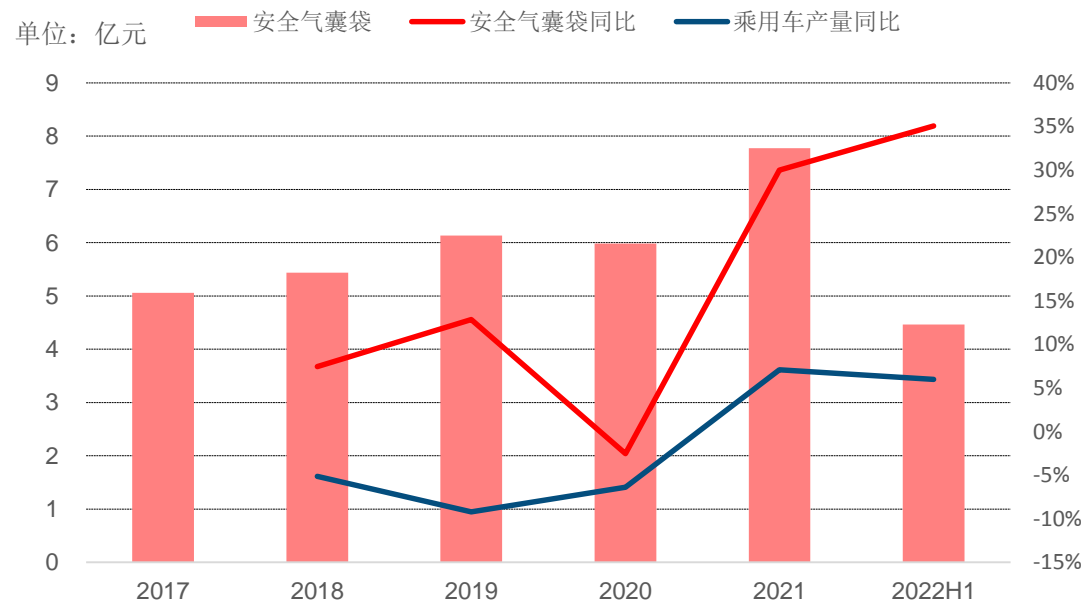
公司气囊袋营收长期高于乘用车产量增速，远远跑赢 $\beta$ 。除了2020年疫情中断生产经营外，安全气囊袋均保持了较高增速，近两年随着新能源车对气囊需求增加，公司市场份额不断扩大。

图表：营收结构优化，安全气囊袋比重提升



资料来源：公司年报，中信建投

图表：安全气囊袋增速稳定跑赢行业 $\beta$

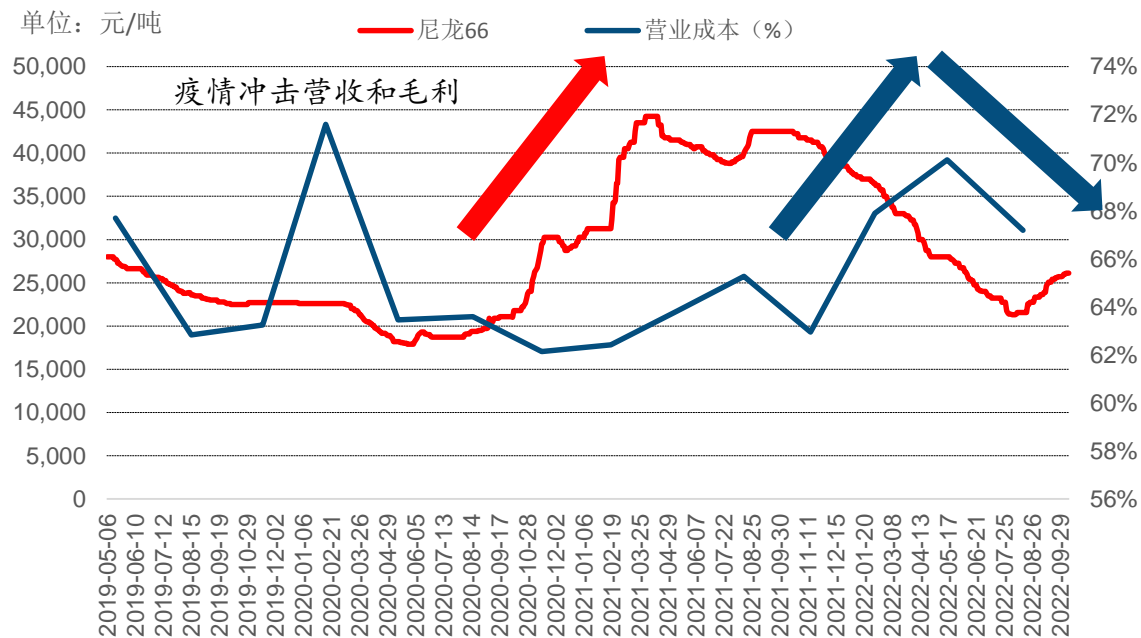


资料来源：公司年报，中信建投

# 成本分析：历史毛利率40%，21年起原材料冲击较大

公司历史毛利率中枢40%，原材料上涨导致短期承压。2022年前三季度毛利率分别为32.10%、29.88%、32.81%，Q1-Q2下降主要原因是2021年化工原材料普涨，22H1公司上游原材料尼龙66/硅胶价格较去年同期上涨27%/39%，导致毛利率承压。尼龙66价格21Q4已经回落，22Q3迎来毛利率拐点。由于公司根据上季度均价决定本季度采购价格，且存在库存延迟，导致报表上营业成本变动滞后于尼龙66价格约3个季度。目前最新Q3财报中，营业成本占比已经达到拐点，重新回落。

图表：营业成本变动滞后于尼龙66价格，Q3出现拐点



资料来源：Wind，中信建投

# 成本展望：尼龙66即将国产化，价格再下台阶

长期来看，尼龙66国产化趋势确定，公司掌握谈价主动权。部分外资企业曾垄断尼龙66，现在国内企业攻克技术壁垒，外资尼龙66的中低端客户已经流失，随着明后年国产尼龙66大规模扩产，公司毛利率预计将进入持续上行区间。目前尼龙66产能约70万吨/年，而在建产能已达530万吨/年，或导致原材料供过于求。

图表：在建产能达530万吨/年，远超过已有产能

公司	在建产能 (万吨/年)	状态	公司	在建产能 (万吨/年)	状态
华鲁恒升	24	在建 (部分投产)	湖北三宁	20	环评
华峰重庆	40	在建 (部分投产)	福建福化古田石化	40	环评
扬农宁夏 瑞泰科技	6	在建 (部分投产)	旭阳郭城	60	前期
天辰齐翔	20	一期6万吨在建	旭阳唐山	30	前期
山东聚合顺	50	一期8万吨在建	优纤科技	4	前期
华润烟台	4	启动	山东东辰	24	前期
神马	24	21年10月开工	台湾嘉荣	4	前期
洁达	4	在建	福建永荣	60	前期
英威达	24.25	环评	四川玖源	80	前期
山西恒力	12	环评	总计	530.25	

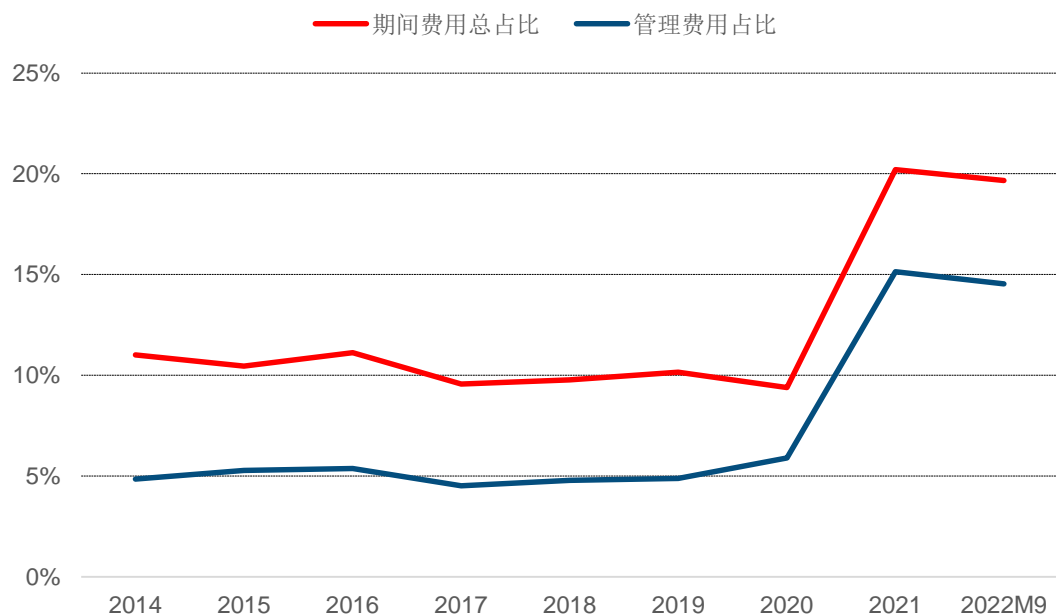
资料来源：中国化工报、中信建投

# 财务分析：开启第二曲线，费用略增，持续聚焦研发

股权激励+公司扩张，期间费用率从2021年明显提升。公司2020-2022年前三季度的期间费用率分别为9.39%、20.21%和19.66%，主要原因是2021年和2022年前三季度支出股权激励费用6148、6868万元，以及公司抓住电动化气囊数量增加机遇快速扩张，两者共同造成了管理费用抬升。

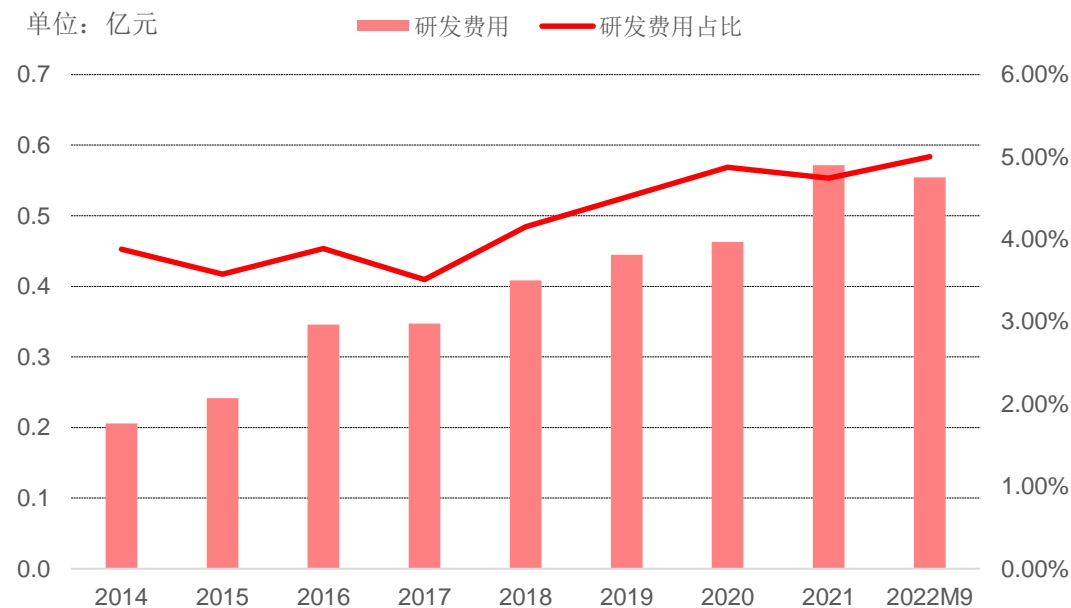
大力投入研发，研发费用率首度突破5%。公司2020-2022年前三季度的研发费用率分别为4.87%、4.74%、5.00%，2022年H1的研发人员薪酬为2368.32万元，同比+32.31%。公司持续推动技术创新和储备，快速响应新能源车气囊需求。

图表：期间费用上升，公司继续扩张



资料来源：公司年报、中信建投

图表：研发投入突破5%，历史最高值



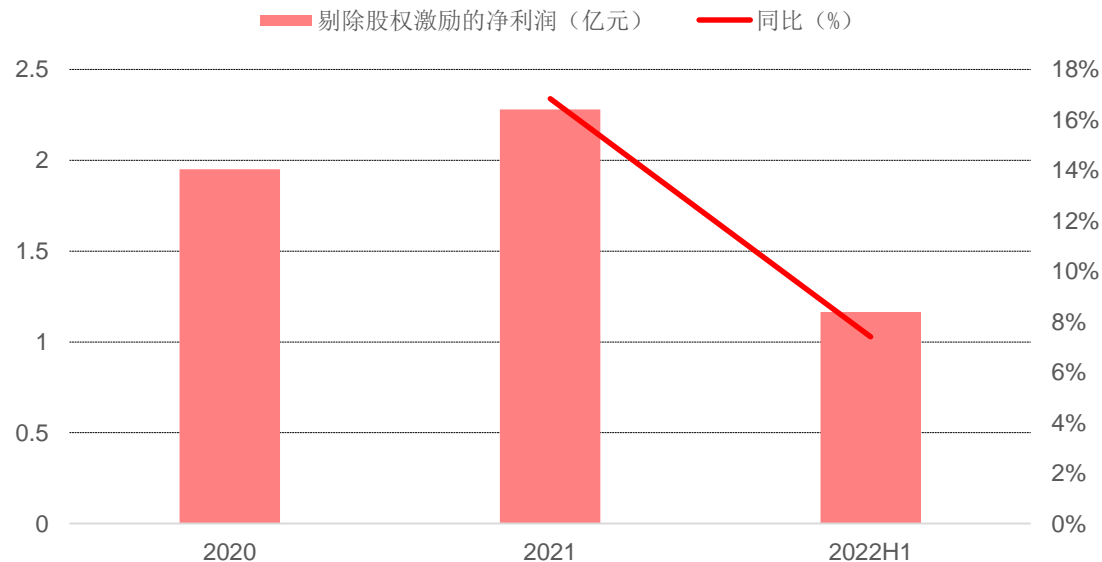
资料来源：公司年报，中信建投

# 财务分析：盈利重回增长区间，长期净利率有望20%

2021年乘用车市场转暖，公司盈利重回增长。剔除股权激励后，2021年、2022年H1公司净利润为2.28、1.17亿元，同比+16.79%、+7.40%。

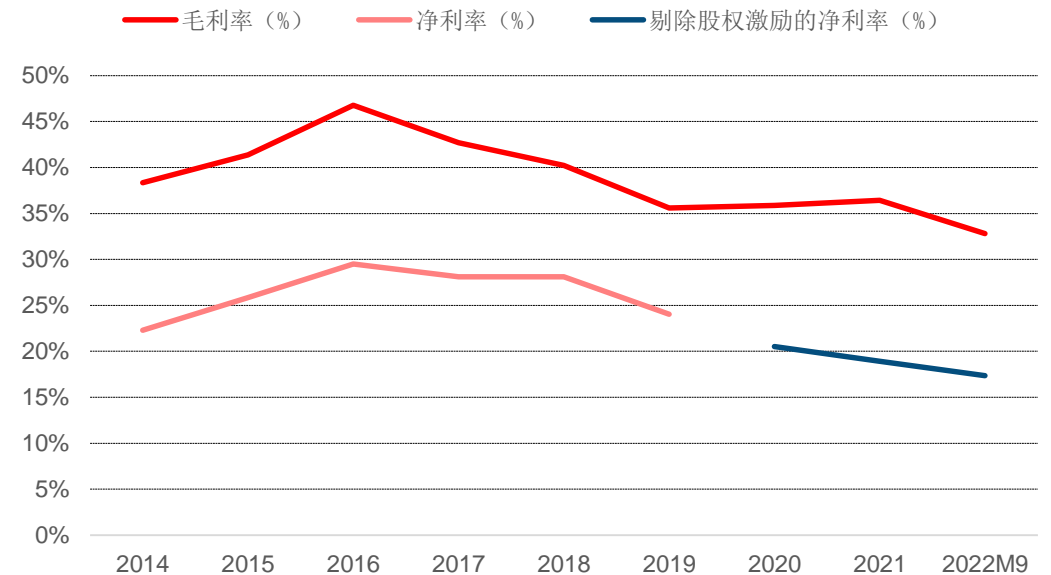
剔除股权激励后，净利率在20%左右。剔除股权激励后，公司2020-2022年前三季度的净利率分别为20.59%、18.92%、17.35%。历史上净利润常高于20%，近年来由于行业承压、原材料上涨、企业扩张等因素净利率出现下滑，未来随着原材料价格回落，营收规模提升，净利率有望回到20%左右。

图表：公司净利润重回增长



资料来源：公司年报、中信建投

图表：历史净利率高于20%



资料来源：公司年报，中信建投注：2019年及以前公司不披露剔除股权激励的净利润



# 目录

---

- 一、本土被动安全龙头，股权和核心团队稳定
- 二、财务分析：气囊袋营收不断增长、Q3就是原材料成本拐点
- 三、 $\beta$ ：高壁垒高毛利的被动安全板块，单车安全气囊袋价值量增加到3倍
- 四、 $\alpha$ ：本土OPW气囊供应商，市占率49%，深度绑定比亚迪特斯拉等主机厂
- 五、战略投资徐州博康光刻胶，多款高端胶进入实质销售阶段
- 六、盈利预测与风险提示

# 市占率已经达到36%， 年均生产2000万个气囊

根据公司10月14日公告，测算2021年国内乘用车总共消耗6257.71万米安全气囊布，而公司国内市场销量为2301.33万米，市占率已经达到了36.78%。

公司OPW气囊产能未饱和，还能承接部分需求增量。目前公司拥有9000万米安全带产能，3200万米安全气囊布产能，3900万个安全气囊袋产能。但是安全气囊布的折算产能利用率为85.95%，已经接近饱和。OPW气囊袋折算产能利用率为69.25%，尚能承接部分需求增量。

图表：公司安全气囊市占率36%+

2021年乘用车销量(万辆)	气囊种类	配置率	每套耗布量(米)	总耗布量(万米)	总需求(万米)
2148.20	DAB	100%	0.8	1718.56	6257.71
	PAB	100%	1.2	2577.84	
	CAB	20%	2.4	1031.14	
	SAB	70%	0.6	902.24	
	KAB	1%	1.3	27.93	
华懋科技	产品分类		总销量(万米)	国内市场收入占比	国内市场销量(万米)
	安全气囊布		2321.56	92.84%	2301.33
	OPW气囊袋(万个)	393.12	157.25		
国内市场占有率					36.78%

资料来源：公司公告、中信建投（注：折算产能考虑了不同品类、型号规格对产能的实际占用。市占率为测算值，具体以公司披露为准）

图表：OPW气囊产能仍有余力

2022H1	预计年产能	计划年生产量	报告期实际产量	折算产能利用率
安全带(万米)	9000	4100	1796.03	
安全气囊布(万米)	3200	2100	1215.5	85.95%
安全气囊袋(万个)	3900	2100	1077.05	
其中:OPW气囊袋(万个)	800		262.12	69.25%

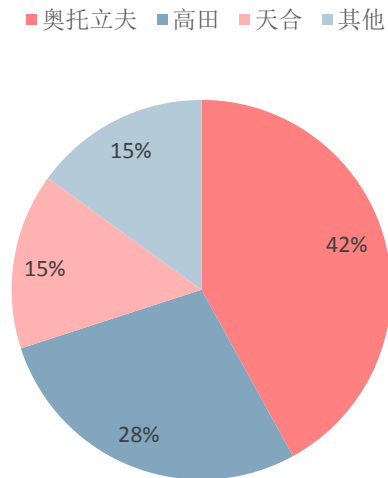
资料来源：公司公告、公司半年报、中信建投（注：折算产能考虑了不同品类、型号规格对产能的实际占用。市占率为测算值，具体以公司披露为准）

# 被动安全市场格局：高壁垒、少竞争、高毛利

汽车被动安全领域壁垒较高，全球市场集中度较高。全球市场CR3在85%左右，前三大供应商均为国外品牌，分别是奥托立夫、高田、天合。其中，作为被动安全市场份额最大的供应商，奥托立夫占比约42%，其次是高田（2018年被均胜电子收购）占比约28%，第三是天合（天合于2015年被采埃孚收购）占比约15%，其他公司占15%。

高田破产展示了汽车被动安全领域的“低容忍”。高田创立于1933年，1956年开始生产安全带，1973年独自通过56km/h碰撞测试名噪一时，1987年开始生产安全气囊。但是从2009年气囊金属破片飞出导致驾驶员死亡起，高田不断曝出丑闻，召回从2001年到2019年生产逾1亿辆车，最终破产。因此被动安全领域相对格局比较稳定。

图表：被动安全市场CR3为85%

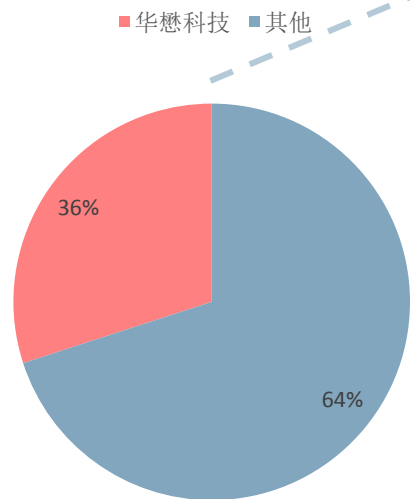


资料来源：松原股份年报、中信建投

# 被动安全市场格局：高壁垒、少竞争、高毛利

公司作为Tier2+Tier1供货给被动安全市场巨头，形成良好长期合作关系。安全气囊需要保证15年有效，准入门槛高。公司已深耕安全气囊20年，奥托立夫、延锋、均胜、锦恒稳定为公司前5客户。公司目前国内份额第一，竞争对手主要是中外合资或外资企业，供货给海外品牌在国内的整车厂。公司是本土气囊供应商，全面覆盖自主、德系、美系合资。未来随着自主、德系、美系整体市占率进一步提高，公司的市占率和营收也将继续提升。

图表：公司安全气囊市占率36%+



资料来源：公司公告、中信建投

图表：竞争对手主要是在华外资，供货海外品牌在华整车厂

公司名称	所属集团	生产基地	设立/扩产日期
可隆（南京）特种纺织品有限公司	韩国可隆	中国（轮胎帘子布和安全气囊袋）	2004年设立 2015年扩产
		越南（安全气囊袋）	2009年设立 2017年扩产
		墨西哥（安全气囊袋）	2016年设立
日岩帝人汽车安全用布（南通）公司	日本帝人	中国（安全气囊布）	2011年设立，2014年和2019年增加注册资本
		墨西哥（安全气囊布、汽车座椅布、橡胶材料）	2016年设立
吉丝特汽车安全部件（常熟）有限公司	韩国晓星	中国（安全气囊布）	2004年设立 2019年注册资本增加
		罗马尼亚（安全气囊布）	2015年设立
		墨西哥（安全气囊布）	2017年竣工
东洋纺汽车饰件（常熟）有限公司	日本东洋纺	中国（安全气囊布）	2011年设立
		泰国（安全气囊布）	2017年设立
丸井织物（南通）有限公司	日本丸井织物	中国（安全气囊布）	2004年设立
江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司	韩国杜奥尔	中国（安全气囊布）	2008年设立
常州昌瑞汽车部品制造有限公司	常州华利达	中国（安全气囊布）	2004年设立

资料来源：公司公告，中信建投

# 安全气囊：单车量价齐升

根据奥托立夫2021年报，中国单车被动安全价值量约1400元，我们测算其中安全气囊价值量如下：

燃油车时代，预计单车2-3个气囊，根据公告披露22H1的传统平织布气囊均价31元/个，单车价值量预计75-90元。新能源车时代，预计单车6个气囊，其中2个为OPW气囊，单车价值量约为 $4*31+2*68=262$ 元。

图表：新能源车安全气囊价值量翻4倍

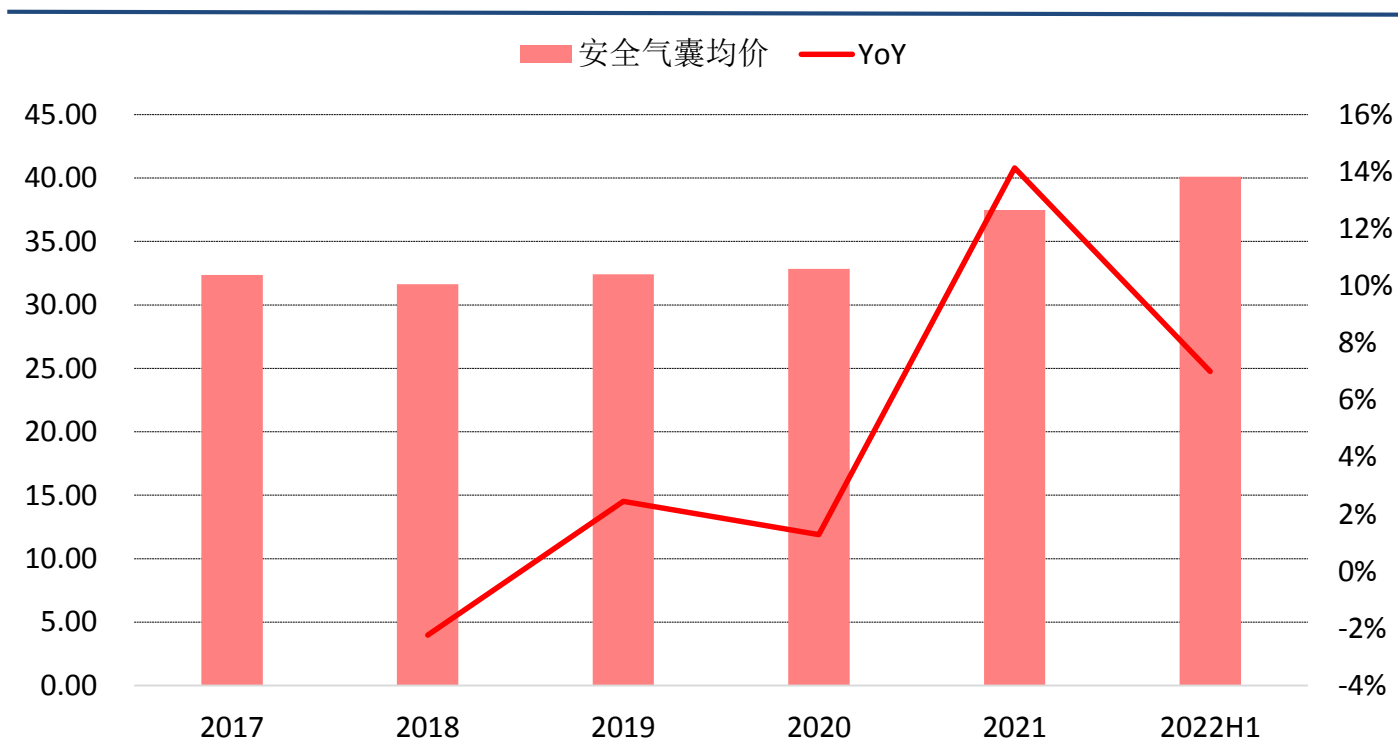
	燃油车	新能源车
气囊总数	2-3	6
传统气囊	2-3	4
传统气囊均价（元/个）	31.44	
OPW气囊	0	2
OPW气囊均价（元/个）	68.22	
总价值量（元）	78.6	262.2

资料来源：公司公告、中信建投

# 安全气囊：公司气囊均价持续提升

公司21年开始气囊均价显著提升。2021年新能源车行业爆发，OPW气囊收入同步突破2.5亿元，同比+50.19%，气囊均价提升到37.47元/个。2022H1继续边际加速，OPW气囊收入1.79亿元，同比+72.51%，气囊均价首破40元/个。

图表：21年起安全气囊均价迅速提升



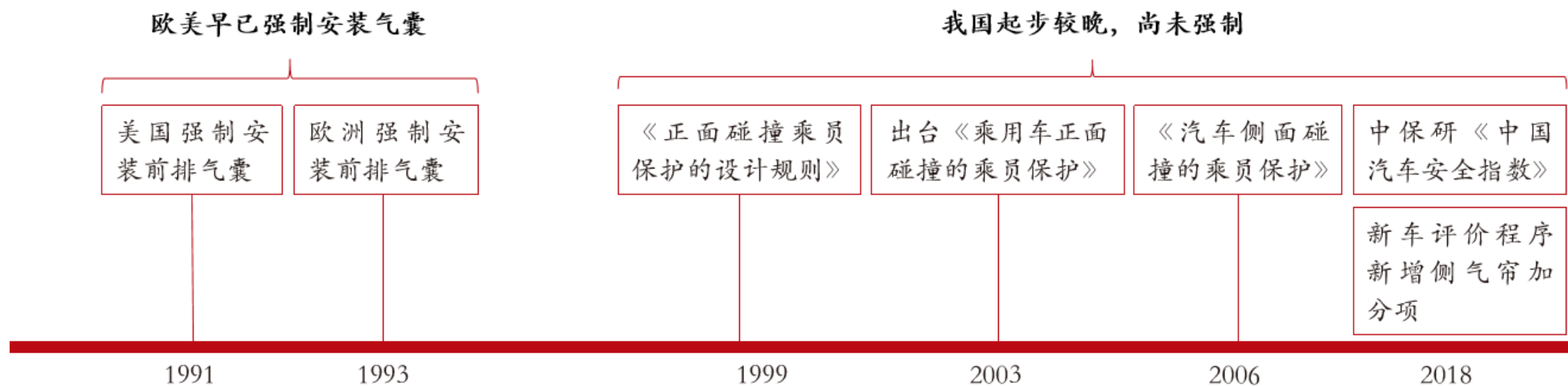
资料来源：公司年报，中信建投

# 燃油车时代：不强制配置气囊

安全气囊公认有效，欧美等国家政策先行。1974年，通用汽车首次加装安全气囊，由于作用明显，90年代起欧美陆续出台政策，强制车企安装前排安全气囊。

我国汽车市场起步较晚。2003-2006年才陆续出台强制性安全标准，划定车辆安全性下限。但是，这些标准并未强制安装安全气囊，加上前期消费者并未能直接看到气囊作用，综合导致安全气囊配置率长期低下。

图表：我国安全气囊政策远远落后



资料来源：维基百科、UNECE、国家标准信息公共服务平台、公司年报、中信建投

# 燃油车时代：车企降本第一，减配气囊是常态

燃油车时代，车企节省成本，安全气囊多是选配而非标配。被动安全注定是“平时用不上，用上救一命”的配置，特性决定了消费者难以感知安全气囊作用。车企常常减配安全气囊以节省成本，低价车型甚至全系不配气囊。

图表：部分低价车型气囊配置空缺

车型	价格（万元）	气囊配置
宝骏510	5.48-6.98	低配仅主驾气囊
悦翔V3	4.39-4.99	无
五菱宏光S	4.18-5.68	无
东风风光360	5.79-7.49	低配无气囊





资料来源：汽车之家，中信建投



# 转折点：引入美国评价标准，气囊配置透明展示

随着碰撞测试完善，居民安全意识觉醒，安全气囊有望成为标配项。2015年，中国保险行业协会牵头设立中保研，借鉴美国经验制定《中国汽车安全指数》，引入“硬核”项目正面25%偏置碰撞，严格考验汽车安全性。2018年3月，中保研发布第一期碰撞测试结果，持续进行市场教育。以比亚迪汉EV为例，其安全指数评分均为G（优秀），安全成为其核心卖点。碰撞测试较差的车型，未来车险价格可能上升或不予承保，倒逼车企加配安全气囊。

图表：安全指数包含4大项目、4级评分，项目严格

 中国保险汽车安全指数 CHINA INSURANCE AUTOMOTIVE SAFETY INDEX		四大项	子项	得分
 碰撞性与维修经济指数	碰撞性与维修经济指数		低速结构碰撞	P
			正面25%偏置碰撞	G
 车内乘员安全指数	车内乘员安全指数	车内乘员安全指数	侧面碰撞	G
			车顶强度	G
 车外行人安全指数	车外行人安全指数	车外行人安全指数	座椅/头枕	G
			行人保护	G
 车辆辅助安全指数	车辆辅助安全指数	车辆辅助安全指数	FCW/AEB	G

G 优秀  
 A 良好  
 M 一般  
 P 较差

正面25%偏置碰撞是“硬核”项目，正是此项帕萨特评分为P，引起舆论

资料来源：中保研、中信建投注：评分以2020年汉EV测试结果为例

# 转折点：引入美国评价标准，气囊配置透明展示

中保研公开展示安全气囊配置，助力安全气囊配置透明。中保研官网全面展示了所有测试车型的安全气囊配置。2018年7月，新车评价程序新增侧气帘加分技术要求，促进安全气囊配置从传统司机位扩展到乘客，单车气囊配置数量提升。

图表：中保研官网全面列示汽车气囊配置

基本安全装备配置	配置（标配/选配/未配备）
驾驶员正面气囊	标配
前排乘员正面气囊	标配
前排侧气囊	标配
后排侧气囊	标配
前/后排侧气帘	标配
驾驶席膝部气囊	标配
副驾驶席膝部气囊	未配备
FCW	标配
AEB	标配

资料来源：中保研、中信建投 注：安全配置以2020年汉EV测试结果为例

# 转折点：碰撞测试教育消费者，促进行业优胜劣汰

- 帕萨特反面案例：

碰撞测试画面极具冲击力，加快消费者安全教育，促进优胜劣汰。2019年12月，帕萨特在中保研“正面25%偏置碰撞”中A柱弯折，主气囊弹偏几乎未发挥作用，侧气帘未安装。整体获得P级评价，位列倒数第一名。评分公开后引发舆论广泛讨论，导致帕萨特2020年初销量下滑，并重新向中汽研申请测试。

图表：碰撞试验中，帕萨特主气囊弹偏，侧气帘未安装



资料来源：中保研、中信建投

# 转折点：碰撞测试教育消费者，促进行业优胜劣汰

- 哈弗H6反面案例：

2020年12月中汽研碰撞测试中，哈弗H6侧气帘未能打开。尽管后续证明是测试失误，但同样引起舆论讨论。消费者对安全的容忍度正在不断降低。

图表：哈弗H6侧气帘打不开，也曾引起舆论风波

HAVAL

## 声 明

12月23日第三代哈弗H6在中国汽车技术研究中心有限公司C-NCAP侧碰试验过程中出现异常，我司对此高度关注。

现场调查发现车辆碰撞后双闪灯未闪烁、侧气囊/侧气帘未正常打开，且四门均锁止，初步诊断为车辆在碰撞时处于断电状态，此状态下气囊相关组件（包含气囊控制单元、碰撞传感器等）和车身控制器均不工作，导致以上异常。

我司已申请对车辆断电原因做进一步排查及技术分析，调查结果后续将第一时间公布。

长城汽车哈弗品牌

2020年12月24日

资料来源：长城汽车、中信建投（注：后续确认车辆断电升级中，属测试失误）

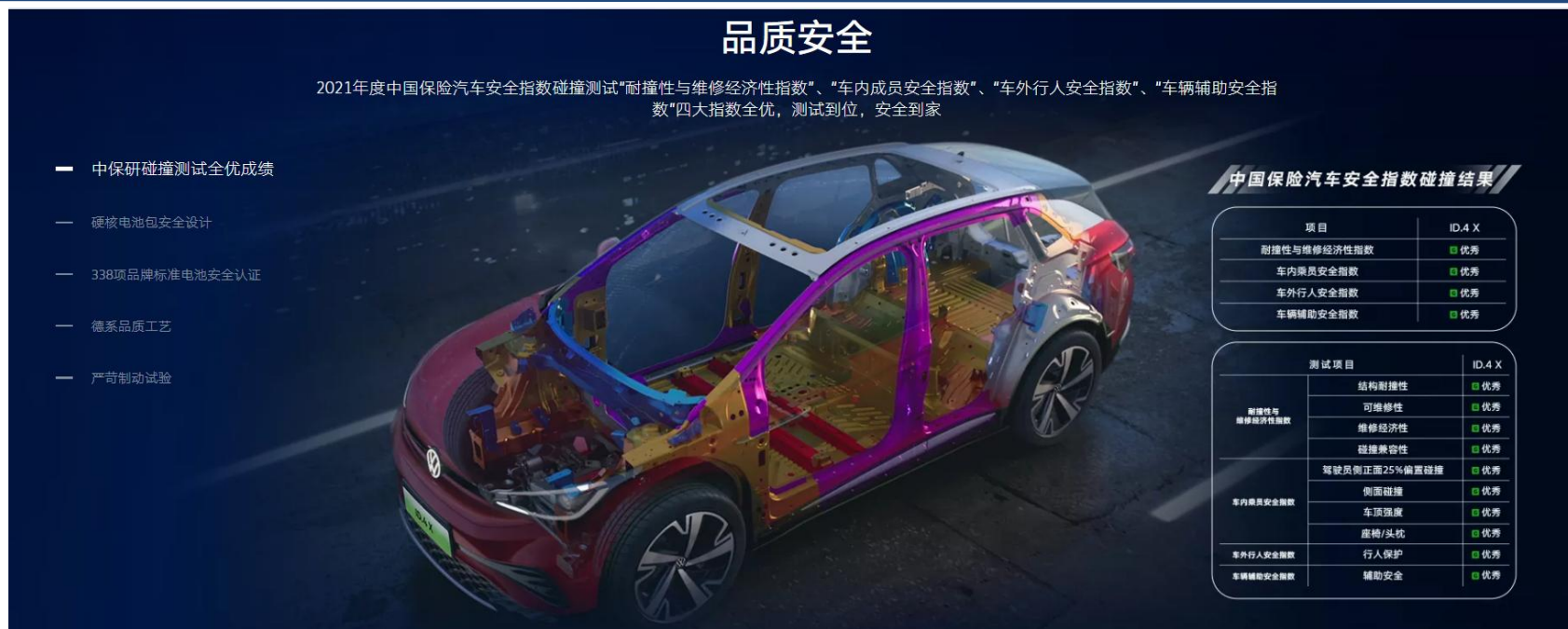
# 转折点：亡羊补牢犹未为晚，电车时代气囊标配

- 大众吸取了油车时代帕萨特的教训，迅速推出升级款，并对电车进行气囊标配。

2020年4月，大众2020款帕萨特上市，全系配置了侧气帘，避免碰撞中“主气囊弹偏，没有侧气囊保护”情况再次出现。帕萨特自愿申请中汽研C-NCAP进行碰撞测试，拿到优级评定。

2020年11月，大众首款纯电SUV“ID.4 X”上市，全系配置6安全气囊，自愿申请中保研碰撞测试，拿到4项全优秀成绩。

图表：ID.4 X将中保研碰撞全优成绩展示在突出位置



资料来源：上汽大众官网，中信建投

# 转折点：不仅标配，还要升级塑造成安全卖点

“安全”概念重回视野中心，成为新能源车新卖点。2020年比亚迪汉发布，定位“全球超安全智能新能源旗舰轿车”，将安全一词放在首位，并全系标配11个安全气囊。理想L9作为“奶爸车”，汽车安全性成为关键卖点。因此官网上重点提及L9配置12个气囊，并且拿到中保研和中汽研测试优秀成绩。

“安全”概念是车企道义营销高地，变成“绝不可减配”的配置。首批打出“安全”概念的车企可以像沃尔沃一样获取竞争优势，引发后续车企跟随，其他不增配安全的企业会面临舆论风险。单车配置6气囊只需约300元成本，却可以达到高宣传效果，是车企低成本高收益的选择。

图表：比亚迪汉抢占“安全”概念作为核心卖点



资料来源：腾讯新闻、中信建投

图表：理想L9碰撞测试双优秀、气囊配置拉满



资料来源：理想官网，中信建投

# 目录

---

- 一、本土被动安全龙头，股权和核心团队稳定
- 二、财务分析：气囊袋营收不断增长、Q3就是原材料成本拐点
- 三、 $\beta$ ：高壁垒高毛利的被动安全板块，单车安全气囊袋价值量增加到3倍
- 四、 $\alpha$ ：本土OPW气囊供应商，市占率49%，深度绑定比亚迪特斯拉等主机厂
- 五、战略投资徐州博康光刻胶，多款高端胶进入实质销售阶段
- 六、盈利预测与风险提示

# OPW气囊：提升新能源车安全性能，营收增长明显

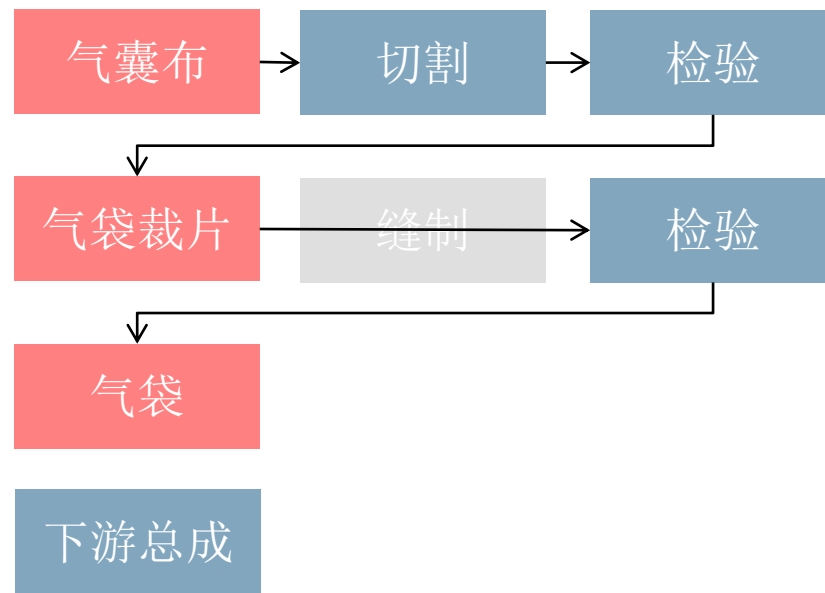
OPW气囊属于侧气囊，价值量约68元/个，单车配置2个。OPW气囊是安全气囊的升级创新，通过一次织造技术，省略传统缝纫过程。OPW气囊优点包括：1) 气密性更好，在侧碰撞的场景中提供更有效保护。2) 省略缝纫过程，提升了生产效率。目前华懋科技是本土OPW气囊供应商龙头。OPW气囊主要配置在新能源车上，助力消费升级。

图表：OPW气囊属于侧气帘



资料来源：东风标致官网、中信建投

图表：OPW气囊省略了缝制步骤



资料来源：公司招股书，中信建投



# 公司OPW市占率约49%

2014年，公司实现OPW气囊量产，现已拥有800万/年OPW气囊产能。按照OPW气囊单价68元，新能源车均配置2个OPW气囊测算，公司在OPW气囊市占率达到49%。

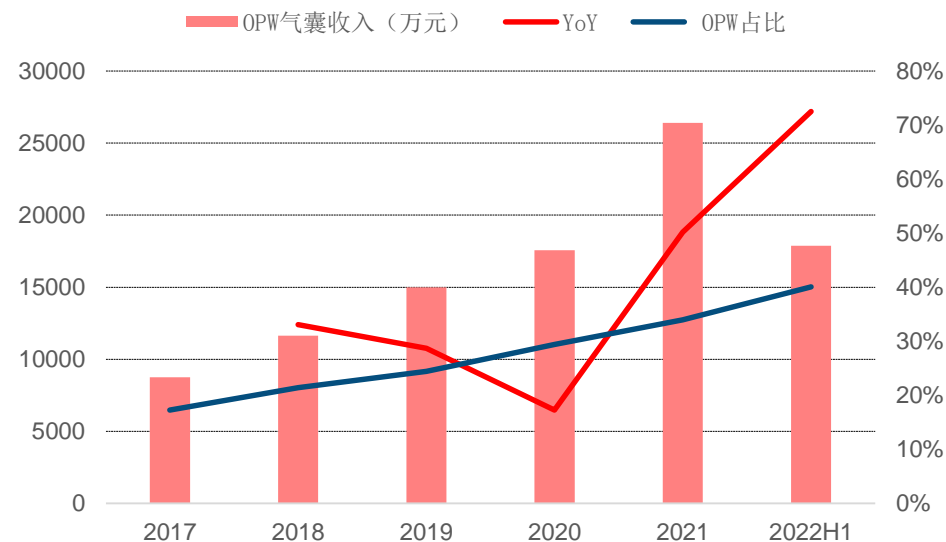
国产新能源车崛起，公司OPW气囊深度受益。OPW气囊是新能源车的主流配置，新能源车产量增长直接带动了OPW气囊销售。22H1的OPW气囊销售收入已达1.79亿元，同比+72.51%，占气囊袋业务收入的40%以上。

图表：测算得公司OPW气囊市占率49%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
新能源车产量 (万辆)	79.4	127.0	124.2	136.6	354.5	266.1
新能源车侧气帘数			2			
新能源车气囊需求 (万个)	158.8	254.0	248.4	273.2	709.0	532.2
OPW价格 (元/个)	64.57	64.57	64.57	64.77	67.16	68.22
市场空间 (万元)	10254	16401	16039	17695	47616	36307
OPW气囊销售收入 (万元)	8752	11649	14990	17576	26398	17882
市占率 (%)	85.35%	71.03%	93.46%	99.33%	55.44%	49.25%

资料来源：公司年报、中汽协、中信建投（注：燃油车亦有部分高端车型配置OPW气囊，故实际市占率可能低于测算）

图表：OPW气囊收入已占气囊袋收入40%以上



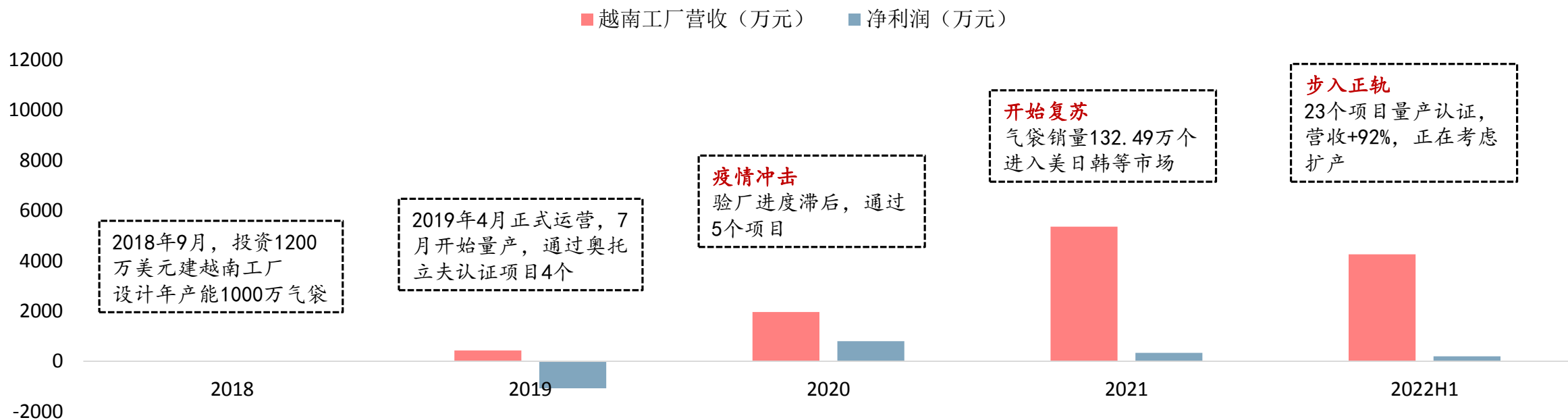
资料来源：公司年报，中信建投

# 扩张计划：越南工厂步入正轨，气囊景气期已来

2018年9月，公司决定在越南海防市设立工厂，总投资1200万美元，预计年产能1000万气囊袋。但2020年疫情突发，打断工厂产能爬坡进程。如今随着全世界范围需求复苏，越南工厂重新步入正轨。

**越南工厂三大优势：避免国际贸易摩擦、降低人力成本以及承接国内蓬勃发展的安全气囊需求。**越南高经济增速、低人力成本的经济环境适宜劳动力密集产业，可隆、东丽等竞争对手均在越南设厂，奥托立夫、均胜、比亚迪等客户均在越南或周围建厂对整车厂进行配套供应。

图表：越南工厂营收开始大幅增长



资料来源：公司年报、中信建投

# 产能利用率超80%，已经接近饱和

公司安全气囊布和OPW气囊袋满产满销，产能已经接近饱和。2022年1-8月，安全气囊布折算产能利用率为94.14%。OPW气囊袋折算产能利用率从1-6月的69.25%增加到7-8月的93.00%，均已接近极限。

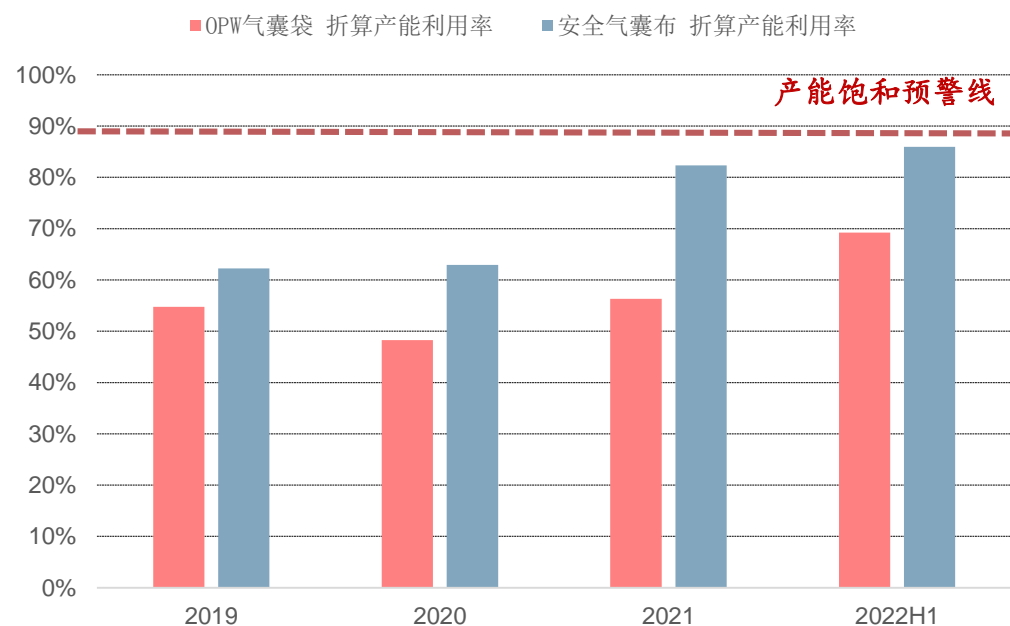
公司产能利用率达到80%以上，即需要扩张产能。由于公司客户整车厂目标是零库存，导致公司必须预留部分产能，快速响应突发性需求。此外，订单周期性也使得产能利用率不能达到100%。根据实际生产经验，在产能利用率80%以上时，公司扩产就有必要性。

图表：公司产品接近产能饱和

产品	产能情况	2019	2020	2021	2022H1
安全气囊布	产能利用率	54.43%	54.38%	71.60%	75.97%
	折算产能利用率	62.23%	62.92%	82.32%	<b>85.95%</b>
	产销率	101.46%	104.51%	101.32%	88.96%
OPW气囊袋	产能利用率	47.42%	41.03%	50.61%	60.80%
	折算产能利用率	54.78%	48.25%	56.31%	<b>69.25%</b>
	产销率	97.91%	94.48%	97.10%	95.81%

资料来源：公司公告、中信建投（注：折算产能考虑了不同品类、型号规格对产能的实际占用）

图表：公司产能利用率已接近极限



资料来源：公司公告，中信建投

# 可转债募集10.5亿，投资四项目积极扩张

2022年，公司拟通过可转债形式募集10.5亿元。资金用于越南生产基地建设项目（一期）、厦门生产基地改建扩建项目、信息化建设项目和研发中心建设项目。其中越南基地和厦门基地项目目标是扩张产能，信息化建设项目目标是提升管理水平，研发中心建设项目目标是研发新增长点。其中，68%的资金均用于设备投资升级。

图表：公司可转债投向概览（单位：万元）

项目	简介	项目总投资	募集资金投入	设备资金投入
越南生产基地建设项目（一期）	将现有切割缝纫工序，升级为完整生产线	48760.77	48760	29032.78
厦门生产基地改建扩建项目	提升产能和自动化生产水平	35613.42	35613	29011.33
信息化建设项目	升级ERP/PLM/MES系统，构建信息化管理体系	5586.05	5586	4201
研发中心建设项目	升级公司技术研发中心	17457.96	15041	9045.3

资料来源：公司公告、中信建投

# 扩张计划：扩建越南工厂，升级为完整生产线

越南项目总投资4.88亿元，主要目标是将现有的切割缝纫工序，升级为完整生产线。完整的建设工序包括准备课、织布一课、织布二课、整理、品质、切割、缝纫、产销、公用、检测。越南项目享受所得税2年免征，4年减半收取的优惠政策（越南所得税为17%）。

预计建设开始3年后开始产能爬坡，6年后达到满产。满产时，越南工厂年产能将达到1050万个气囊袋、214.5万个OPW气囊袋，可以承接国内高速增长的安全气囊袋需求，提升公司的海外市场供应能力。

图表：越南工厂将升级为完整生产线

项目	金额	占比
土地投资	3751.63	7.69%
建设投资	8962.00	18.38%
<b>设备投资</b>	<b>29032.78</b>	<b>59.54%</b>
预备费	1899.74	3.90%
铺底流动资金	5114.62	10.49%
总计	48760.77	100.00%

建设工序包括：  
准备课、织布一课、织布二课、整理、品质、切割、缝纫、产销、公用、检测

资料来源：公司公告，中信建投

# 扩张计划：厦门工厂大力扩张OPW气囊

厦门项目总投资3.56亿元，主要目标是扩张产能和提升自动化生产水平。预计建设开始1年后开始产能爬坡，5年后达到满产。满产时，厦门工厂年产能将新增648万米安全气囊布和662.40万个OPW气囊袋。

越南和厦门工厂均重点扩建OPW气囊袋产能，总计876.9万个/年，极大增强了公司承接侧气帘增量需求的能力。

图表：厦门工厂扩建OPW气囊产能

厦门项目	金额	占比
设备投资	29011.33	81.46%
软件投资	430	1.21%
预备费	1472.07	4.13%
铺底流动资金	4700.02	13.20%
总计	35613.42	100.00%

资料来源：公司公告、中信建投

# 扩张计划：信息化建设提升管理水平

信息化建设项目总投资0.56亿元，主要目标是开发升级ERP、PLM、MES等信息化管理系统，构建信息化管理体系。信息化建设项目可以保证企业规模增长的同时，企业管理效率提升以适应现代企业管理。

图表：信息化建设项目支持企业高水平管理

信息化建设项目	金额	占比
软件投资	3150	56.39%
硬件投资	1051	18.81%
新增人员薪酬	630	11.28%
咨询管理费	545	9.76%
预备费	210.05	3.76%
总计	5586.05	100.00%

资料来源：公司公告、中信建投

# 扩张计划：研发中心探索穿戴气囊、缝纫和汽车轻量化

公司另投资1.75亿元，用于穿戴式智能防护气囊、自动化缝纫和汽车轻量化材料的研发工作。

穿戴式智能防护气囊主要使用场景为老人摔倒防护和建筑工人保护。防护装置可以在0.2秒内展开，降低80%以上的冲击力，起到保护生命安全的作用，公司将与施工单位合作开发穿戴式气囊，拓展业务带来远期利润。

图表：公司募投1.75亿元用于研发

研发中心	金额	占比
场地租赁	626.4	3.59%
场地装修	760	4.35%
<b>设备投资</b>	<b>9045.3</b>	<b>51.81%</b>
研发费用	7026.26	40.25%
总计	17457.96	100.00%

资料来源：公司公告、中信建投

图表：智能防护气囊示意



资料来源：中科博创官网，中信建投



# 目录

---

- 一、本土被动安全龙头，股权和核心团队稳定
- 二、财务分析：气囊袋营收不断增长、Q3就是原材料成本拐点
- 三、 $\beta$ ：高壁垒高毛利的被动安全板块，单车安全气囊袋价值量增加到3倍
- 四、 $\alpha$ ：本土OPW气囊供应商，市占率49%，深度绑定比亚迪特斯拉等主机厂
- 五、战略投资徐州博康光刻胶，多款高端胶进入实质销售阶段
- 六、盈利预测与风险提示

# 进军光刻胶“卡脖子”领域，投资业内领先的徐州博康

2020年，公司开始进军光刻胶领域，开启第二成长曲线。公司通过全资子公司东阳凯阳，累计以增资0.3亿+可转股借款5.5亿+追加投资2.2亿形式投资徐州博康，持有徐州博康26.21%股权。

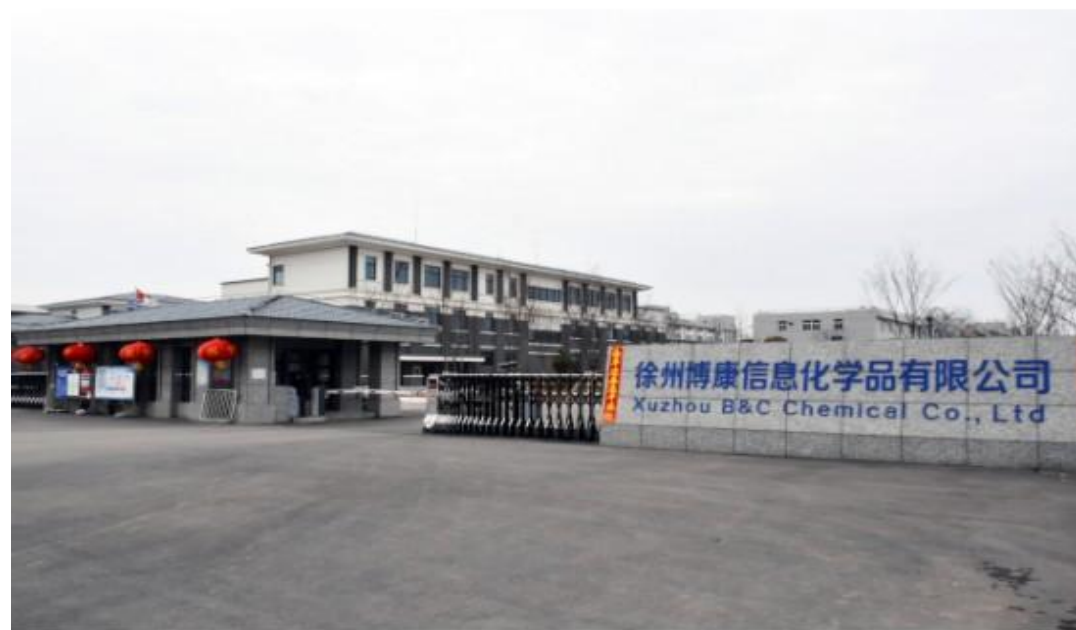
徐州博康成立于2010年，在光刻材料领域有深厚积累。目前高端光刻胶领域主要由日本垄断，国产化率极低，而高端光刻胶保质期一般只有6个月，断供威胁极大。徐州博康致力于推进光刻胶材料的国产化进程。

图表：公司借款转股徐州博康，共同进军光刻胶领域

时间	华懋投资事项
2020年12月30日	与徐州博康及其实控人签订协议，约定增资0.3亿元，可转股借款5.5亿元
2021年4月26日	召开临时董事会议，同意行使转股权，并追加投资2.2亿元，股权占比26.2%
2021年10月21日	与徐州博康合资成立东阳华芯，公司持股40%；
2022年7月	公告东阳华芯“年产8000吨光刻材料新建项目”，包括ArF线、KrF线高端光刻胶及配套试剂。预计工期18个月

资料来源：公司年报、中信建投

图表：徐州博康公司外景



资料来源：徐州博康官网，中信建投

# 徐州博康：致力光刻胶上游全国产，品类种类国内领先

光刻胶是一种光敏感的混合液体，包含感光树脂、增感剂、溶剂和助剂，通过光化学反应加工微细图形。徐州博康研发的是技术壁垒最高的半导体光刻胶，并扩展到上游的树脂、单体和配套溶剂助剂。

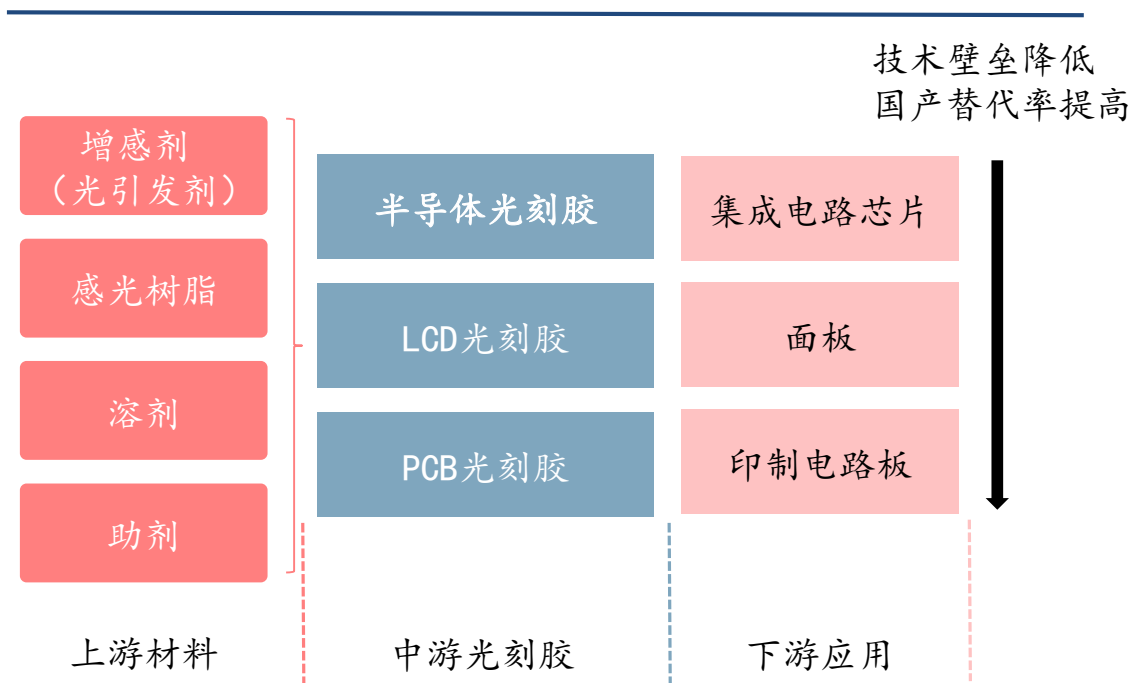
徐州博康光刻材料的品类和种类国内领先，高端ArF、KrF胶已形成实质销售。2022上半年，公司ArF、KrF、I线均已形成销售，而在高端光刻胶领域，公司已有23款ArF处于研发改进阶段，其中9款可以应用于14-28nm的制程，领先国内其他光刻胶厂商。预计年底放量。

图表：徐州博康的光刻胶品类完备

	2021	2022H1
ArF	共6款 4款产品验证导入中	<b>23款</b> 研发改进中， 其中9款ArF湿法应用于28-14nm制程节点 <b>6款</b> 产品验证导入中， 涵盖55/40/28nm及以下关键层 <b>2款形成销售</b>
KrF	共13款 8款产品验证导入中	<b>23款</b> 研发改进中， 其中2款高分辨率KrF，应用于14nm制程 <b>8款</b> 产品验证导入中， 涵盖55/40/28nm及以下关键层 <b>13款形成销售</b>
I线	11款 10款产品验证导入中	15款研发改进中，主要为化学放大型光刻胶 9款产品验证导入中 <b>9款形成销售</b>
电子束光刻胶		3大类，为数十家企业和高校提供标准化、定制化产品

资料来源：公司年报、中信建投

图表：光刻胶上游示意图



资料来源：中信建投

# 目录

---

- 一、本土被动安全龙头，股权和核心团队稳定
- 二、财务分析：气囊袋营收不断增长、Q3就是原材料成本拐点
- 三、 $\beta$ ：高壁垒高毛利的被动安全板块，单车安全气囊袋价值量增加到3倍
- 四、 $\alpha$ ：本土OPW气囊供应商，市占率49%，深度绑定比亚迪特斯拉等主机厂
- 五、战略投资徐州博康光刻胶，多款高端胶进入实质销售阶段
- 六、盈利预测与风险提示

## 盈利预测：气囊需求爆发及原材料回落驱动增长

- 国产新能源车销量爆发，单车气囊配置数量提升。公司作为本土安全气囊供应商，快速响应增量需求，公司传统安全气囊和OPW气囊市占率有望提升，预计2022-2024年被动安全系统部件业务营收增速30%、40%、40%。
- 原材料尼龙66价格回落，国产化让出长期利润空间。考虑到尼龙66价格21Q4起回落，国产化后大量产能在建，未来尼龙66价格有望长期下行，为公司让出利润空间。预计2022-2024年被动安全系统部件业务毛利率32.50%、37.00%、40.00%。
- 其他主营业务主要为光刻胶、防弹布、夹网布，与主营业务存在协同，预计2022-2024年营收增速50%、50%、50%，规模效应下毛利率小幅增长至43%、44%、45%。其他业务预计2022-2024年营收增速10%、10%、10%，毛利率不变，为93%、93%、93%。
- 预计2022-2024年公司营收15.7/21.9/30.6亿元，归母净利润分别为2.5/4.8/7.1亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

# 盈利预测：气囊需求爆发及原材料回落驱动增长

表：华懋科技分业务盈利预计（中性，单位：亿元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>被动安全系统部件</b>				
营业收入	11.04	14.35	20.09	28.13
YoY	25.27%	30.00%	40.00%	40.00%
毛利	3.69	4.66	7.43	11.25
毛利率	33.40%	32.50%	37.00%	40.00%
<b>其他主营业务</b>				
营业收入	0.48	0.72	1.09	1.63
YoY	-8.84%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利	0.20	0.31	0.48	0.73
毛利率	42.18%	43.00%	44.00%	45.00%
<b>其他业务</b>				
营业收入	0.54	0.59	0.71	0.85
YoY	250.86%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利	0.50	0.55	0.66	0.79
毛利率	93.08%	93.00%	93.00%	93.00%
<b>合计</b>				
营业收入	12.06	15.67	21.89	30.61
YoY	27.01%	29.91%	39.71%	39.85%
毛利	4.39	5.53	8.57	12.78
毛利率	36.42%	35.27%	39.17%	41.74%
净利润	1.76	2.51	4.82	7.04
净利率	14.59%	16.00%	22.00%	23.00%

资料来源：公司公告，中信建投

# 盈利预测

表：财务报表预测及比率分析（单位：百万元）

资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1243.91	905.16	746.36	702.64	788.49	904.65	营业收入	985.72	949.55	1206.00	1570.27	2186.88	3062.47
应收票据及账款	361.49	416.78	537.61	655.03	912.24	1277.49	营业成本	634.84	609.03	766.77	1029.98	1345.04	1807.85
预付账款	1.06	2.11	12.26	7.05	9.81	13.74	税金及附加	8.69	10.06	18.15	18.04	25.12	35.17
其他应收款	1.50	1.63	4.79	3.77	5.25	7.36	销售费用	20.99	9.82	12.63	22.04	30.69	42.98
存货	109.99	135.69	160.68	207.92	271.53	364.96	管理费用	48.08	55.96	182.63	125.62	109.34	183.75
其他流动资产	210.07	584.69	82.13	292.29	378.31	500.47	研发费用	44.48	46.28	57.17	73.94	102.97	144.20
<b>流动资产总计</b>	<b>1928.02</b>	<b>2046.07</b>	<b>1543.82</b>	<b>1868.69</b>	<b>2365.64</b>	<b>3068.67</b>	财务费用	-13.46	-22.92	-8.75	-2.31	-2.44	-2.85
长期股权投资	0.00	0.00	858.74	858.74	858.74	858.74	资产减值损失	-4.43	-23.08	-6.61	-17.94	-24.99	-35.00
固定资产	670.11	631.69	632.19	575.10	517.71	460.00	信用减值损失	-3.66	-0.07	-1.27	-2.53	-3.53	-4.94
在建工程	26.88	4.18	19.71	16.42	13.14	9.85	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	37.25	36.08	34.21	30.79	27.37	23.95	投资收益	35.36	21.48	7.70	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.70	0.66	0.56	0.49	公允价值变动损益	0.07	-3.41	2.63	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	12.81	43.81	24.71	24.71	24.71	24.71	资产处置收益	-0.17	-13.65	-0.12	-4.65	-4.65	-4.65
<b>非流动资产合计</b>	<b>747.06</b>	<b>715.75</b>	<b>1570.25</b>	<b>1506.39</b>	<b>1442.21</b>	<b>1377.73</b>	其他收益	8.13	9.67	21.63	13.14	13.14	13.14
<b>资产总计</b>	<b>2675.08</b>	<b>2761.82</b>	<b>3114.07</b>	<b>3375.08</b>	<b>3807.86</b>	<b>4446.40</b>	营业利润	277.42	232.27	201.36	290.98	556.13	819.93
短期借款	0.00	2.27	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.06	0.04	0.29	0.13	0.13	0.13
应付票据及账款	118.29	129.49	159.99	208.61	272.42	366.16	营业外支出	0.01	0.82	1.15	0.66	0.66	0.66
其他流动负债	102.06	94.67	113.30	158.78	207.33	279.00	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>220.35</b>	<b>226.43</b>	<b>273.29</b>	<b>367.39</b>	<b>479.76</b>	<b>645.16</b>	利润总额	277.47	231.48	200.49	290.45	555.60	819.40
长期借款	0.00	0.00	5.28	4.07	2.88	1.73	所得税	40.68	30.46	25.25	39.13	74.85	110.39
其他非流动负债	50.42	68.18	81.75	81.75	81.75	81.75	净利润	236.79	201.02	175.24	251.32	480.75	709.01
<b>非流动负债合计</b>	<b>50.42</b>	<b>68.18</b>	<b>87.03</b>	<b>85.82</b>	<b>84.63</b>	<b>83.48</b>	少数股东损益	0.00	-0.00	-0.88	-0.42	-0.80	-1.18
<b>负债合计</b>	<b>270.77</b>	<b>294.61</b>	<b>360.32</b>	<b>453.21</b>	<b>564.39</b>	<b>728.64</b>	归属母公司股东净利润	236.79	201.02	176.12	251.74	481.55	710.19
股本	310.57	308.74	307.02	307.02	307.02	307.02	EBITDA	344.37	299.29	287.89	352.00	617.33	881.03
资本公积	1049.94	1027.92	1084.43	1084.43	1084.43	1084.43	NOPLAT	225.35	198.96	166.15	254.50	483.82	711.72
留存收益	1043.80	1120.55	1270.08	1438.62	1761.02	2236.49	EPS(元)	0.76	0.65	0.57	0.81	1.55	2.29
归属母公司权益	2404.31	2457.21	2661.53	2830.07	3152.47	3627.95							
少数股东权益	0.00	10.00	92.22	91.80	91.00	89.82							
<b>股东权益合计</b>	<b>2404.31</b>	<b>2467.21</b>	<b>2753.75</b>	<b>2921.87</b>	<b>3243.47</b>	<b>3717.76</b>							
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2675.08</b>	<b>2761.82</b>	<b>3114.07</b>	<b>3375.08</b>	<b>3807.86</b>	<b>4446.40</b>							
							<b>主要财务比率</b>						
							<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
							<b>成长能力</b>						
							营收增长率	0.25%	-3.67%	27.01%	30.21%	39.27%	40.04%
							营业利润增长率	-13.92%	-16.28%	-13.31%	44.51%	91.12%	47.43%
							EBIT增长率	-14.13%	-21.00%	-8.06%	50.28%	91.98%	47.61%
							EBITDA增长率	-8.06%	-13.09%	-3.81%	22.27%	75.38%	42.72%
							归母净利润增长率	-14.34%	-15.11%	-12.39%	42.94%	91.29%	47.48%
							经营现金流增长率	-5.99%	-22.97%	-20.15%	-77.97%	465.69%	42.26%
							<b>盈利能力</b>						
							毛利率	35.60%	35.86%	36.42%	34.41%	38.49%	40.97%
							净利率	24.02%	21.17%	14.53%	16.00%	21.98%	23.15%
							营业利润率	28.14%	24.46%	16.70%	18.53%	25.43%	26.77%
							ROE	9.85%	8.18%	6.62%	8.90%	15.28%	19.58%
							ROA	8.85%	7.28%	5.66%	7.46%	12.65%	15.97%
							ROIC	11.75%	18.97%	11.58%	12.35%	20.97%	27.34%
							<b>估值倍数</b>						
							P/E	48.51	57.15	65.22	45.63	23.85	16.17
							P/S	11.65	12.10	9.53	7.32	5.25	3.75
							P/B	4.78	4.67	4.32	4.06	3.64	3.17
							股息率	1.22%	0.35%	0.31%	0.72%	1.39%	2.04%
							EV/EBIT	11.14	29.12	51.19	38.05	19.77	13.36
							EV/EBITDA	8.54	20.29	34.09	31.15	17.72	12.38
							EV/NOPLAT	13.05	30.52	59.08	43.08	22.61	15.33

资料来源：WIND，中信建投



## 敏感性分析

- 乐观假设下，公司被动安全系统部件业务营收高速增长；原材料国产化进展超预期，带动成本明显回落；光刻胶板块大幅增长，其他业务维持增长。预计2022-2024年公司被动安全系统部件业务增速40%、50%、50%；其他主营业务增速50%、70%、70%；其他业务增速10%、10%、10%。2022-2024年被动安全系统部件业务毛利率33.00%、38.00%、42.00%，其他主营业务毛利率小幅增长，为43%、44%、45%。其他业务毛利率不变，为93%、93%、93%。此情境下，预计2022-2024年公司营收16.8/25.1/37.6亿元，**归母净利润分别为2.9/5.8/8.7亿元**。
- 中性假设下，公司被动安全系统部件业务营收高速增长；原材料国产化进展顺利，带动成本明显回落；光刻胶板块大幅增长，其他业务维持增长。预计2022-2024年公司被动安全系统部件业务增速30%、40%、40%；其他主营业务增速50%、50%、50%；其他业务增速10%、10%、10%。2022-2024年被动安全系统部件业务毛利率33.00%、38.00%、42.00%，其他主营业务毛利率小幅增长，为43%、44%、45%。其他业务毛利率不变，为93%、93%、93%。此情境下，预计2022-2024年公司营收15.7/21.9/30.6亿元，**归母净利润分别为2.5/4.8/7.1亿元**。
- 悲观假设下，公司被动安全系统部件业务增速相较2021年和2022年前三季度放缓；原材料国产化进展及成本回落不及预期；光刻胶板块增长不及预期，其他业务不再增长。预计2022-2024年公司被动安全系统部件业务增速25%、35%、35%；其他主营业务增速30%、30%、30%；其他业务增速10%、10%、10%。2022-2024年被动安全系统部件业务毛利率32.00%、35.00%、37.00%，其他主营业务毛利率不变，为42.18%、42.18%、42.18%。其他业务毛利率不变，为93%、93%、93%。此情境下，预计2022-2024年公司营收15.0/20.0/26.8亿元，**归母净利润分别为2.2/3.6/5.4亿元**。



## 风险提示

- **安全气囊需求不及预期的风险。**公司主要业务增量来自新能源车对安全气囊的增配，如果新能源车销量不及预期，或车企不再增配安全气囊，公司营业收入将不及预期。
- **原材料价格波动的风险。**公司的主要原材料为特种尼龙66和硅胶，如果尼龙66国产化速度不及预期，主要原材料价格未来不再下跌，甚至大幅上涨，公司材料成本将显著增加。
- **产品质量控制风险。**汽车被动安全行业拥有严苛的质量管理体系和产品认证体系，一旦公司产品出现重大产品质量问题，导致安全事故的发生，下游整车厂可能会大规模召回，并给公司造成巨大损失。
- **徐州博康光刻胶进展缓慢的风险。**公司战略投资徐州博康光刻胶业务，但与其与公司主营业务关系较小，无法发挥产业协同优势。如果徐州博康光刻胶业务进展缓慢，公司营业收入和利润将不及预期。

## 分析师介绍

**程似骐：**汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，4年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名团队。深度覆盖整车，零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的L4 的商业模式前沿演变。

**何俊艺：**何俊艺，汽车行业联席首席分析师。上海交通大学车辆工程硕士，师从上海交通大学校长，5年汽车行业证券研究经验。2021年获汽车行业新财富最佳分析师第四、水晶球第四、新浪财经金麒麟新锐分析师第二、Wind金牌分析师第五；2020年获汽车新财富最佳分析师第四、水晶球第四；2019年获汽车新财富最佳分析师第四，深度覆盖汽车整车、零部件环节。

**陈怀山：**上海交通大学机械工程硕士（汽车底盘方向）。曾任职于长江证券研究所，4年证券行业研究经验，2017-2019年新财富第一团队成员。2021年加入中信建投证券，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

**刘双锋：**中信建投证券电子首席分析师。3年深南电路，5年华为工作经验，从事市场洞察、战略规划工作，涉及通信服务、云计算及终端领域，专注于通信服务领域，2018年加入中信建投通信团队。2018年IAMAC最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

**孙芳芳：**同济大学材料学硕士，2015年8月加入浙商证券，任电子行业首席，专注研究电子材料、半导体、消费电子、5G板块等领域，2020年5月加入中信建投电子团队。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B  
座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
电话：(8621) 6882-1612  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心B  
座22层  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk