

贝斯特（300580）深度研究

深耕精密加工领域： 新能源与工业母机业务蓄势待发

2023 年 04 月 24 日

【投资要点】

- ◆ **深耕精密加工和智能装备领域，核心业务包括涡轮增压器与新能源汽车零部件精密加工。**2022 年，公司汽车零部件收入占到总营收的 91.76%。贝斯特具有领先行业的成本控制能力，2020-2022 年的汽车零部件毛利率分别为 38.9%/34.5%/33.6%，远高于其竞争对手。公司快速布局新能源汽车轻量化产品，并在充电转换器壳体、底盘支架以及减震塔等轻量化结构件方面持续发力。2022 年贝斯特新能源业务产能利用率提升至 69.2%，新能源业务贡献 9153.4 万元，同比+122.7%。
- ◆ **全球涡轮增压器市场预计于 2024 年达峰，传统涡轮增压器业务营收稳定增长。**盖瑞特 2022 年年报显示，全球涡轮增压器的总产量将从 2022 年的约 4600 万台增加到 2024 年的约 4800 万台。行业中短期增长受益于涡轮增压器渗透率的提高和混合动力车型与商用车销量增长。涡轮增压器业务作为贝斯特的核心主营业务，2021-2022 年贝斯特涡轮增压器业务收入 7.81/8.77 亿元，同比+12.0%/12.3%，快于行业规模平均增速，贡献当年总营收的 74.9%/73.9%/79.9%。
- ◆ **借助头部客户绑定优势与产能扩张，贝斯特在 TIER2 厂商中份额增长。**2021 年，涡轮增压器前四大 TIER1 供应商占据 78% 的市场份额，市场集中度较高。2020-2022 年，全球涡轮增压器行业尚处在市场规模缓慢增长期间，头部两大供应商盖瑞特与康明斯的涡轮增压器业务净销售额增长快于行业规模增速，头部效应显著。贝斯特受益于下游客户盖瑞特营收的快速增长，通过扩建 560 万套涡轮增压器零部件产能，在商用车和乘用车的涡轮增压器市场的份额快速提升，营收增速在四家国内上市 TIER2 供应商中排名靠前。
- ◆ **基于精密加工多年积累，新能源汽车零部件精密加工业务蓄势待发。**贝斯特基于工装夹具生产的多年积累，利用原有压铸工艺，开启新能源增长极。通过收购苏州赫贝斯进入北美客户产业链，随着新能源领域客户不断拓展，公司现有客户覆盖国际国内一流主机厂商，2023 年底预计安徽六期新能源工厂落成，将极大增加贝斯特在新能源铸件领域的产能。
- ◆ **全面布局直线滚动功能布局，工业母机战略全面开启。**公司设立全资子公司无锡宇华精机有限公司，全面布局直线滚动功能部件，瞄准高端机床领域、半导体装备产业、自动化产业三大市场进行大力开拓，快速切入“工业母机”新赛道。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（上调）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：刘斌

电话：021-65483948

相对指数表现



基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总市值（百万元） | 4600.38 |
| 流通市值（百万元） | 4290.27 |
| 52 周最高/最低（元） | 27.74/13.23 |
| 52 周最高/最低（PE） | 28.53/15.56 |
| 52 周最高/最低（PB） | 2.73/1.50 |
| 52 周涨幅（%） | 63.12 |
| 52 周换手率（%） | 406.04 |

相关研究

《Q3 业绩表现优异，产能逐步释放中》

2022.10.26

【投资建议】

- ◆ 短期，受益于涡轮增压器渗透率提升、混动汽车销量增长和商用车销量的回弹，全球及中国涡轮增压器行业规模保持增长趋势。贝斯特通过与头部厂商盖瑞特的深度绑定和产能扩张，在 TIER2 厂商中份额提升，其涡轮增压器业务增速有望超行业增速；中期，随着 140 万套轻量化结构件达产、安徽新能源工厂的产能释放和客户拓展，新能源精密加工业务将成为公司的新增长极；长期，公司进入工业母机新赛道，全面布局直线滚动功能部件，业务结构持续高端化，有望迎来营收与估值的双重增长。
- ◆ 我们预计公司 2023 年-2025 年营收分别为 13.24/16.52/19.93 亿元，归母净利润分别为 2.70/3.27/4.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.35/1.63/2.01 元，对应 2023-2025 年 PE 值分别为 18/15/12 倍。行业对比情况来看，2023 年行业可比公司一致预期 PE 的平均值为 17 倍，考虑到公司新能源业务和工业母机战略的导入，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应 12 个月目标价 27 元，上调至买入评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1097.28 | 1324.31 | 1652.58 | 1993.02 |
| 增长率(%) | 3.80% | 20.69% | 24.79% | 20.60% |
| EBITDA（百万元） | 344.47 | 388.54 | 477.95 | 578.80 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 228.87 | 270.09 | 326.92 | 401.89 |
| 增长率(%) | 16.35% | 18.01% | 21.04% | 22.93% |
| EPS（元/股） | 1.14 | 1.35 | 1.63 | 2.01 |
| 市盈率（P/E） | 16.27 | 17.69 | 14.62 | 11.89 |
| 市净率（P/B） | 1.74 | 2.02 | 1.81 | 1.60 |
| EV/EBITDA | 11.80 | 12.68 | 9.81 | 6.99 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 混动车型和商用车销量增长不及预期
- ◆ 贝斯特市场份额拓展不及预期
- ◆ 轻量化结构件产销率不及预期
- ◆ 安徽新能源工厂建设不及预期
- ◆ 新能源精密加工领域客户拓展不及预期
- ◆ 大客户盖瑞特涡轮增压器营收不及预期
- ◆ 工业母机业务进展不及预期

1. 关键假设

- (1) **汽车零部件**：作为贝斯特最主要的营收来源，我们将此部分分拆为涡轮增压器业务收入、新能源业务收入和其他三部分，其中 2021 年/2022 年的涡轮增压器业务收入已知为 7.8 亿元/8.8 亿元，商用车营收占比为 20.0%，乘用车营收占比为 80.0%，据此我们可以推算出贝斯特 2021/2022 年在商用车涡轮增压器市场的渗透率为 13.2%/15.8%，在乘用车涡轮增压器市场的渗透率为 29.0%/33.7%。我们假设贝斯特在 2023/2024/2025 年的商用车和乘用车市场的涡轮增压器渗透率逐年提升，分别为 18.0%/19.0%/20.0%和 37.0%/38.0%和 39.0%，并假设套单价按照 2% 年降，可以得出 2023/2024/2025 年涡轮增压器的营收分别为 9.8/10.0/10.3 亿元。已知 2021 年/2022 年的新能源业务收入为 0.9/2.0 亿元，受益于公司新能源客户的拓展以及安徽新能源工厂 2024 年开始放量，我们预计 2023/2024/2025 年公司新能源业务收入分别为 2.0/5.0/8.0 亿元。其他业务包括真空泵、油泵、高压共轨燃油泵泵体、发动机缸体等零部件，2020/2021/2022 年其他业务收入分别为 0.49/0.65/0.38 亿元，波动较大，未来三年营收按照 2020-2022 年平均值估计。由于 2023 年公司新品尚处于产能爬坡期，会拖低整体毛利率水平，随着产能逐步释放毛利会稍微恢复我们假设 2023-2025 年汽车零部件毛利率分别为 33.0%/34.0%/34.5%。
- (2) **工装夹具**：作为公司非核心业务，我们假设该业务 2022/2023/2024 年小幅增长，年增速为 5.0%，毛利率采用过去三年平均值 30.28%。
- (3) **其他零部件**：作为公司非核心业务，我们假设该业务 2022/2023/2024 年小幅增长，年增速为 5.0%，毛利率采用过去三年平均值 23.61%。
- (4) **其他收入**：作为公司营收贡献最小的业务，2020/2021/2022 年营收已知为 0.07/0.10/0.14 亿元，年增速为 26.5%/45.3%/38.4%，假设 2023/2024/2025 年年增速缓慢下降，分别为 30.0%/25.0%/20.0%。由于 2020 年和 2021 年年报中未披露该业务毛利率，我们使用总毛利倒推方式得出 2020/2021 年该业务毛利率为 27.4%/96.8%，年波动幅度较大，2022 年年报中披露其他收入毛利率为 95.3%，并假设 2023/2024/2025 年毛利率保持在 95.3%。

盈利预测的关键假设（单位：亿元，%）

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10.57 | 10.97 | 13.24 | 16.53 | 19.93 |
| yoy | 13.53% | 3.77% | 20.72% | 24.79% | 20.60% |
| 毛利率 | 34.39% | 34.27% | 33.00% | 34.00% | 34.50% |
| 汽车零部件 | 8.87 | 10.07 | 12.26 | 15.45 | 18.77 |
| yoy | 15.00% | 11.10% | 19.40% | 37.50% | 37.50% |
| 毛利率 | 34.50% | 33.63% | 32.35% | 33.38% | 33.89% |
| 工装夹具 | 0.81 | 0.53 | 0.55 | 0.58 | 0.61 |
| yoy | -23.00% | -35.40% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 34.89% | 39.13% | 30.28% | 30.28% | 30.28% |

| | | | | | |
|-------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 其他零部件 | 0.78 | 0.24 | 0.25 | 0.26 | 0.28 |
| yoy | 66.02% | -69.52% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 24.51% | 14.23% | 23.61% | 23.61% | 23.61% |
| 其他收入 | 0.10 | 0.14 | 0.18 | 0.23 | 0.27 |
| yoy | 45.30% | 38.35% | 30.00% | 25.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 96.78% | 95.32% | 95.32% | 95.32% | 95.32% |

资料来源：Choice 贝斯特深度资料，东方财富证券研究所测算

2. 创新之处

- ◆ **市场对公司涡轮增压器业务增长潜力认知不足。**在全球及中国区涡轮增压器行业增长放缓的大背景下，我们认为贝斯特涡轮增压器营收有望超行业增速有以下几点原因：1) 受益于下游头部客户盖瑞特营收的快速增长，公司与头部厂商的深度绑定决定了其与头部厂商营收的高度相关性。2) 扩建产能
- ◆ **市场对公司开拓新能源精密加工业务的能力认知不足。**贝斯特基于工装夹具生产的多年积累，近年来在新能源精密加工领域频繁布局新项目。2019 年收购苏州赫贝斯进入北美客户供应链，2020 年通过可转债拓展轻量化结构件产能 140 万套，2023 年底安徽新能源工厂达产，不断拓展客户至国际国内一流主机厂商，前瞻的布局与持续的产能扩张有望使新能源业务营收迈上新台阶。
- ◆ **市场对于新能源业务与工业母机对提升公司估值的作用认知不足。**贝斯特被视作传统涡轮增压器零部件制造厂商，估值一直处于偏低状态，随着新能源精密零部件加工业务和工业母机直线滚动功能部件的新业务开启，公司业务结构会持续高端化，有望提升估值。

3. 潜在催化

- ◆ 商用车市场复苏明显
- ◆ 混合动力车型销量持续高增
- ◆ 新能源汽车客户拓展顺利
- ◆ 安徽工厂建设进展顺利

正文目录

| | |
|--|----|
| 1. 深耕精密零部件与智能装备制造 | 7 |
| 1.1. 深耕精密零部件加工和智能装备领域，产品有序扩张 | 7 |
| 1.2. 营收净利增速稳定，盈利与成本控制能力行业领先 | 8 |
| 1.3. 股权结构清晰，股权激励计划增长目标乐观 | 9 |
| 1.4. 长期绑定头部客户，积累广阔渠道资源 | 10 |
| 2. 涡轮增压器行业 β 放缓，贝斯特市场份额逆流而上 | 11 |
| 2.1. 油车替代趋势和涡轮增压器渗透率提升并行，涡轮增压进入存量市场 | 11 |
| 2.2. 全球涡轮增压器 TIER 1 供应商市场份额稳定，集中度较高 | 14 |
| 2.3. TIER 2 供应商准入壁垒较高，行业增速放缓情况下难以有新进入者 | 16 |
| 2.4. 公司与头部客户长期绑定，业绩受头部客户营收增长驱动 | 17 |
| 2.5. 涡轮增压器市场份额提升，营收增速排名靠前 | 17 |
| 3. 基于精密零部件加工多年积累，逐步向新能源市场进军 | 19 |
| 3.1. 依托精密零部件加工优势与经验，迁移至新能源领域 | 19 |
| 3.2. 可转债募投项目基本达产，新能源领域产能提升 | 20 |
| 3.3. 安徽六期新能源工厂开建，预计 2023 年底完工 | 21 |
| 4. 工业母机战略开启，瞄准高端机床市场 | 21 |
| 5. 关键假设与盈利预测 | 23 |
| 5.1. 关键假设 | 23 |
| 5.2. 投资建议 | 24 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 贝斯特三大业务板块 | 7 |
| 图表 2: 贝斯特涡轮增压器实物图 | 8 |
| 图表 3: 涡轮增压器零部件成本拆分 | 8 |
| 图表 4: 贝斯特 2019-2022 年营业净利变化 | 8 |
| 图表 5: 贝斯特分产品营收 (亿元) | 8 |
| 图表 6: 贝斯特分产品毛利率 | 9 |
| 图表 7: 贝斯特汽车零部件毛利率高于竞争对手 | 9 |
| 图表 8: 贝斯特股权结构图 | 9 |
| 图表 9: 贝斯特主要产品及配套客户 | 10 |
| 图表 10: 涡轮增压器可增加充气效率 | 11 |
| 图表 11: 81.56% 的涡轮增压器应用于汽车 | 11 |
| 图表 12: 中国汽车年销量变动和纯电动汽车渗透率 | 12 |
| 图表 13: 可装载涡轮增压器的汽车市场规模变化 | 12 |
| 图表 14: 中国市场内燃机涡轮增压器渗透率 | 12 |
| 图表 15: 中国市场混动车型涡轮增压器渗透率 | 12 |
| 图表 16: 中国区涡轮增压器市场需求测算 | 13 |
| 图表 17: 中国区涡轮增压器市场需求测算 | 13 |
| 图表 18: 全球涡轮增压器市场需求 | 14 |
| 图表 19: 2021 年全球涡轮增压器市场集中度高 | 15 |
| 图表 20: 盖瑞特、博格华纳净销售额 (百万美元) | 15 |
| 图表 21: 2022 年中国区汽车销量排名前 20 搭载涡轮增压器情况 | 15 |
| 图表 22: 汽车零部件供应商体系复杂 | 17 |
| 图表 23: 涡轮增压器零部件供应商筛选流程严格 | 17 |
| 图表 24: 前两大客户结构稳定 | 17 |
| 图表 25: 盖瑞特、康明斯涡轮增压器营收增速 | 17 |

| | |
|---|----|
| 图表 26: 贝斯特竞争对手（上市企业） | 18 |
| 图表 27: 贝斯特涡轮增压器营收增速排名靠前 | 18 |
| 图表 28: 贝斯特涡轮增压器收入增速快于行业增速 | 18 |
| 图表 29: 中国新能源汽车市场的铝消费量 | 19 |
| 图表 30: 贝斯特通过控股子公司切入新能源市场 | 20 |
| 图表 31: 贝斯特新能源业务收入情况 | 20 |
| 图表 32: 2020 年可转债募投新能源项目达产情况预估 | 20 |
| 图表 33: 安徽贝斯特新能源汽车零部件有限公司奠基仪式 | 21 |
| 图表 34: 盈利预测的关键假设（单位：亿元，%） | 23 |
| 图表 35: 行业重点关注公司（截至 2023 年 4 月 23 日） | 24 |

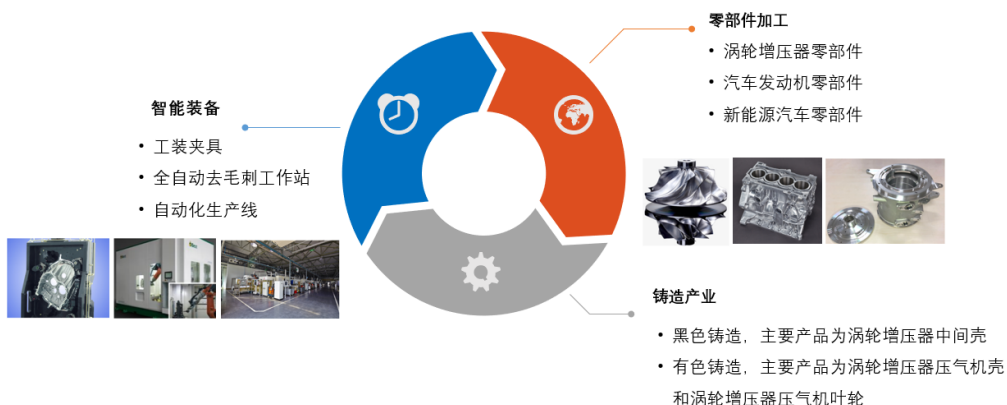
1. 深耕精密零部件与智能装备制造

1.1. 深耕精密零部件加工和智能装备领域，产品有序扩张

贝斯特自成立以来，一直专注于精密零部件和智能装备及工装产品的研发、生产及销售。近年，公司利用在智能装备及工装领域的各类先发优势，将业务延伸至高端航空装备制造以及工业自动化装备领域。2019年至2020年，公司成功实施了“汽车精密零部件项目（一期）”的建设，公司产品拓展至：汽车涡轮增压器压气机壳以及新能源汽车铝合金结构件等。2020年，公司为加快布局新能源汽车产业，并进一步扩大业务规模，公司顺利向不特定对象发行可转换公司债券，其中，募集资金5.3亿元将投入年产700万件新能源汽车功能部件及涡轮增压器零部件项目建设，建成后年产140万件新能源汽车功能部件（产品包括：轻量化结构件-车载充电机组件、轻量化结构件-直流变换器组件、转向节、氢燃料电池汽车功能部件等）和560万件涡轮增压器核心零部件（产品包括：压气机壳、全加工叶轮、中间壳）。

目前，公司主要产品包括适用于燃油汽车及混动动力汽车的涡轮增压器精密轴承件、涡轮增压器叶轮、涡轮增压器中间壳、涡轮增压器压气机壳、发动机缸体等汽车零部件；纯电动汽车车载充电机组件、直流变换器组件、转向节以及氢燃料电池汽车空压机叶轮、空压机压力回收和整流器、电机壳、轴承盖以及功能部件等新能源汽车零部件；座椅构件、连接件等飞机机舱零部件，用于汽车、轨道交通等领域的智能装备及工装，以及飞机机身自动化钻铆系统、生产自动化系统等智能制造系统集成产品。公司控股子公司苏州赫贝斯主要从事研发、设计、生产制造锌、铝、镁、铜、不锈钢金属制品的五金件，产品包括新能源电动汽车安全扣件、汽车充电扣等铝合金和压铸零配件产品。控股子公司易通轻量化公司主要致力于新能源汽车轻量化产品的研发和销售，主要产品包括新能源汽车车载充电机组件、直流变换器组件等。

图表 1：贝斯特三大业务板块



资料来源：贝斯特官网，东方财富证券研究所

贝斯特涡轮增压器曾获得盖瑞特 2014 年全球供应商质量金奖、2016 年全球最佳供应商奖、2017 年全球最佳供应商奖，获得康明斯中国区 2013 年度最佳 6Sigma 持续改进奖、2016 年度最佳供应商奖、2017 年度最佳供应商奖。贝

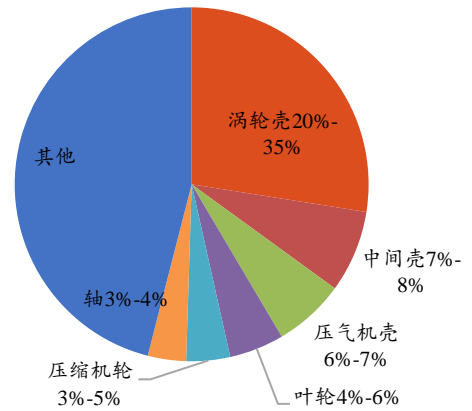
斯特所生产的叶轮、压气机壳和中间壳共计占涡轮增压器成本的 17%-21%，仅次于涡轮壳。

图表 2：贝斯特涡轮增压器实物图



资料来源：东方财富证券研究所于2023年3月17日在无锡贝斯特公司实拍

图表 3：涡轮增压器零部件成本拆分

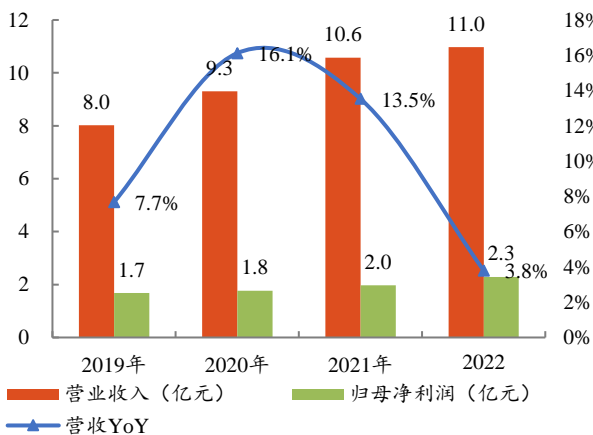


资料来源：头豹研究院，东方财富证券研究所

1.2. 营收净利增速稳定，盈利与成本控制能力行业领先

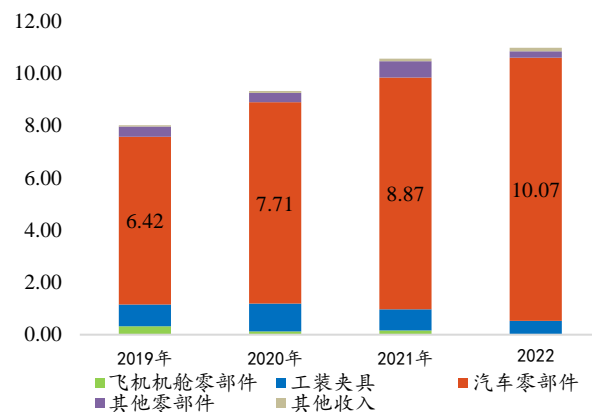
2019 年到 2022 年，贝斯特营收和净利润一直保持正向增长。营业收入从 2019 年的 8.0 亿元增长至 2022 年的 11.0 亿元，净利润从 2019 年的 1.7 亿元增长至 2022 年的 2.3 亿元，在疫情期间逆势而上。从分产品营收来看，以涡轮增压器零部件、纯电动汽车零部件为代表产品的汽车零部件收入一直是重要构成部分，2022 年，公司汽车零部件、工装夹具收入占到总营收的 91.76%和 4.80%。与竞争对手相比，贝斯特具有领先行业的成本控制能力，2019-2022 年的汽车零部件毛利率分别为 40.6%、38.9%、34.5%和 33.6%，远高于其竞争对手在涡轮增压器零部件上的毛利率。

图表 4：贝斯特 2019-2022 年营业净利变化



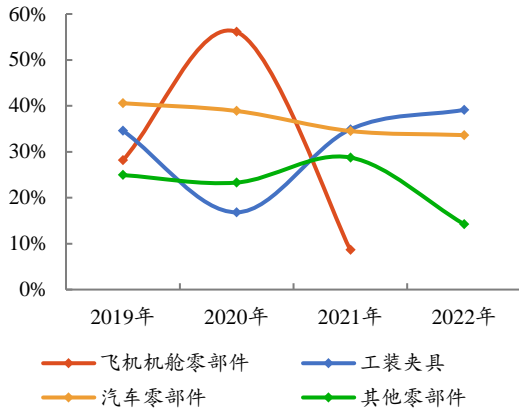
资料来源：Choice贝斯特财务摘要，东方财富证券研究所

图表 5：贝斯特分产品营收（亿元）



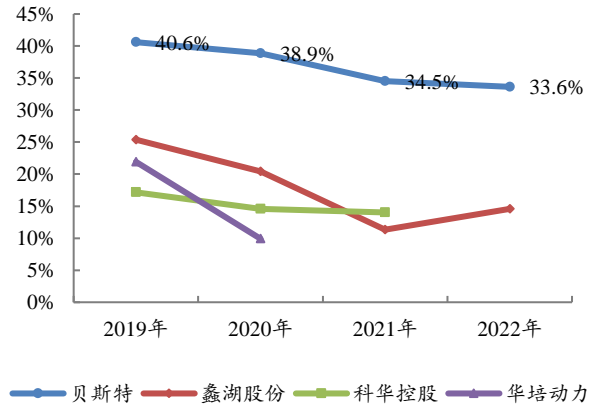
资料来源：Choice贝斯特按产品项目分类，东方财富证券研究所

图表 6：贝斯特分产品毛利率



资料来源：Choice贝斯特按产品项目分类，东方财富证券研究所

图表 7：贝斯特汽车零部件毛利率高于竞争对手



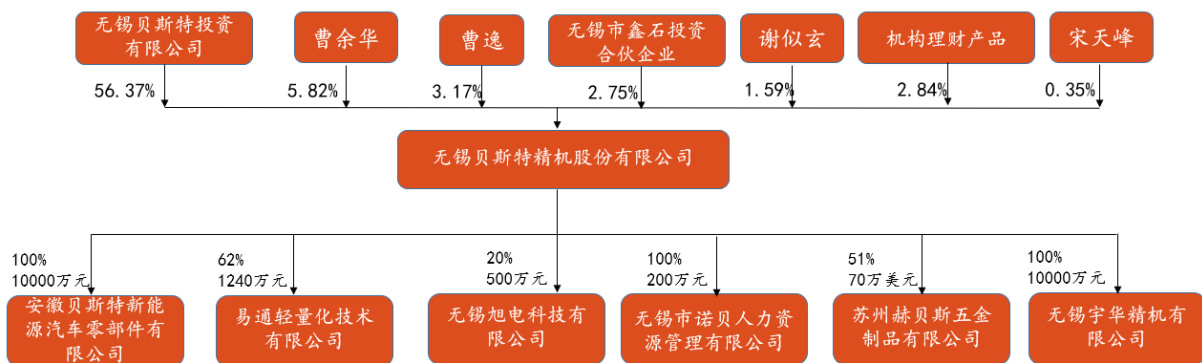
资料来源：Choice贝斯特财务摘要、Choice鑫湖股份财务摘要、科华控股按产品项目分类、华培动力按产品项目分类、东方财富证券研究所、对比毛利率为贝斯特汽车零部件毛利率、华培动力为涡轮壳和中间壳毛利率、科华控股、鑫湖股份主营业务即为涡轮增压器零部件，选用销售毛利率

1.3. 股权结构清晰，股权激励计划增长目标乐观

贝斯特最新控股股东情况显示，曹余华先生通过直接持股、无锡贝斯特投资有限公司、无锡市鑫石投资合伙企业间接持股，共计持有公司 63.26% 的股权，为公司共同实际控制人。曹余华先生曾于 1970 年 8 月至 1997 年 3 月任无锡机床厂工人、主任设计师、非标设计室主任，于 1997 年 4 月起在贝斯特有限任职，现任公司董事长，兼任贝斯特投资执行董事及总经理、旭电科技董事长。

股权激励计划彰显公司对于未来营收增速的信心。2022 年 10 月，贝斯特 2022 年限制性股票激励计划(草案)(更正后)显示公司层面业绩考核要求分别是 2022 年/2023 年/2024 年，公司需满足下列两个条件之一：（1）以 2021 年营业收入为基数，三年营业收入增长率不低于 10%/25%/45%；（2）以 2021 年净利润为基数，三年净利润增长率不低于 10%/25%/45%。激励计划拟向激励对象以 9.2 元/股的授予价格授予限制性股票（第二类限制性股票）220.00 万股，其中，首次授予限制性股票数量 192.80 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 20,001.6457 万股的 0.96%，约占本计划拟授予限制性股票总数的 87.64%；预留限制性股票数量 27.20 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 20,001.6457 万股的 0.14%，约占本计划拟授予限制性股票总数的 12.36%。

图表 8：贝斯特股权结构图



资料来源：Choice 贝斯特十大股东明细，东方财富证券研究所

1.4. 长期绑定头部客户，积累广阔渠道资源

从贝斯特的客户结构来看，与头部客户深度绑定是其主要特点。在精密零部件业务中，公司已经与盖瑞特(Garrett)、康明斯(Cummins)、博马科技(BMTS)、长春富奥石川岛(FIT)、博格华纳(BorgWarner)、皮尔博格(Pierburg)、宁波丰沃、上海菱重(SMTC)、三菱重工(MHIET)等著名汽车涡轮增压器和发动机相关制造企业建立了长期稳定的业务合作关系；在航空、气动工具和制冷设备等领域，公司也与该领域主要企业建立了良好的业务合作关系。在智能装备及工装业务中，公司已成为上汽通用、潍柴动力等知名整车整机厂的主要供应商之一。公司还努力开拓优质新客户，多方位布局新能源汽车领域，公司通过了博世中国(Bosch(China))对公司氢燃料电池汽车零部件的现场审核，正式取得其供应商代码。同时公司通过了特斯拉审核组的现场审核，获得首选供应商资格，并已于2020年2月份正式取得特斯拉供应商代码。控股子公司易通轻量化公司开拓了包括美达、北极星等下游客户，其新能源汽车产品最终销往PSA(标致雪铁龙集团)、DFM(东风汽车集团)和通用汽车等。公司早已布局的氢燃料电池汽车核心零部件，其客户已拓展至：博世中国、盖瑞特、海德韦尔、势加透博等国内外优质企业，并且还在不停开发该领域的核心客户群。

图表 9：贝斯特主要产品及配套客户

| 产品系列 | 主要产品 | 应用领域 | 主要配套客户 |
|-------------|--|----------------------------------|--------------------------------|
| 燃油车涡轮增压器零部件 | 涡轮增压器精密轴承件、叶轮、中间壳、气封板、密封环、齿轮轴、压气机壳 | 燃油汽车涡轮增压器 | 盖瑞特、康明斯、博马科技、宁波丰沃、石播、博格华纳 |
| 新能源汽车零部件 | 纯电动汽车车载充电机组件、直流变换器组件、转向节等；氢燃料电池汽车空压机叶轮、空压机压力回收和整流器、电机壳、轴承盖以及功能部件等；适用于混合动力汽车的涡轮增压器精密轴承件、叶轮、中间壳、气封板、密封环、齿轮轴、压气机壳等；汽车安全扣件、汽车充电扣、车载充电模组结构件 | 纯电动汽车、氢燃料电池汽车、混合动力汽车以及其他新能源汽车零部件 | 特斯拉、比亚迪、PSA、博世中国、盖瑞特、海德韦尔、势加透博 |
| 工装夹具 | 新能源汽车电机壳体夹具、新能源汽车托盘夹具、5G 基板夹具、发动机缸体夹具、发动机缸盖夹具、变速箱壳体夹具、转向节夹具、后桥夹具等 | 汽车、轨道交通、风力发电、5G 通讯等零部件生产 | 上汽通用、潍柴动力 |
| 飞机机舱零部件 | 座椅构件、连接件等内饰件 | 飞机机舱 | BE 航空 |

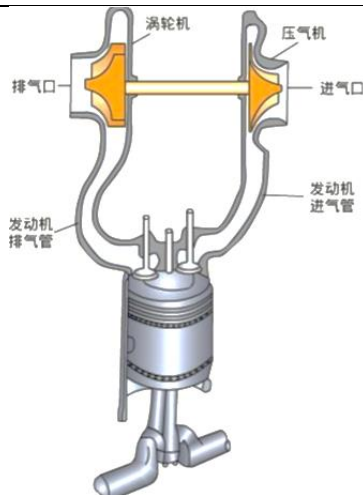
资料来源：贝斯特 2021 年年报，贝斯特招股说明书，东方财富证券研究所

2. 涡轮增压器行业β放缓，贝斯特市场份额逆流而上

2.1. 油车替代趋势和涡轮增压器渗透率提升并行，涡轮增压进入存量市场

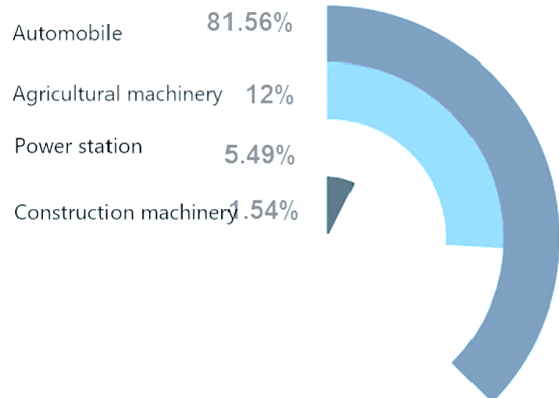
随着全球排放法规趋严，涡轮增压器因节能减排功效被各领域广泛运用。根据 PW research 的报告，全球约有 81.56% 的涡轮增压器用于汽车领域。涡轮增压的主要通过提高发动机进气量，从而提高发动机的功率和扭矩。一台发动机装上涡轮增压器后，其最大功率与未装增压器的时候相比可以增加 40%+。例如 1.8T 的涡轮增压发动机，动力可以达到 2.4L 发动机的水平，但是耗油量却只略高于 1.8L 发动机，能显著提高燃油经济性和降低尾气排放。盖瑞特的年报显示，在车辆动力总成系统上使用涡轮增压器和电动增压技术是解决更严格标准的最具成本效益的解决方案之一，OEM 正在增加对这些技术的采用。

图表 10：涡轮增压器可增加充气效率



资料来源：汽车之家资讯网，东方财富证券研究所

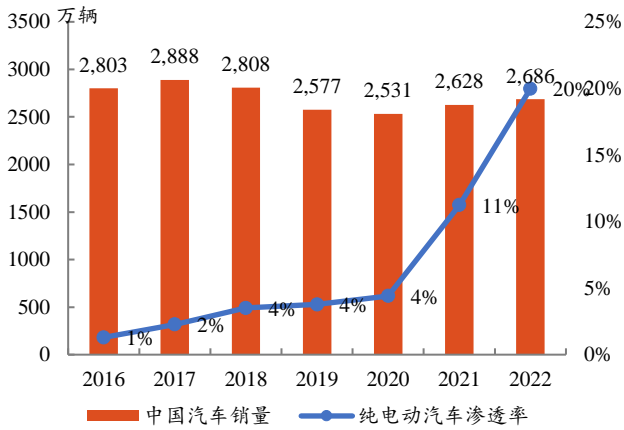
图表 11：81.56%的涡轮增压器应用于汽车



资料来源：PW 咨询机构：Global Turbocharger Market Analysis，东方财富证券研究所

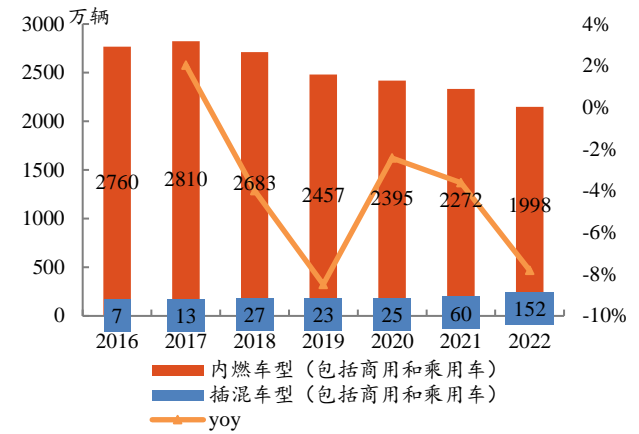
中国是新能源汽车渗透率增长最快的国家，中国的涡轮增压器市场规模受油车替代与渗透率提升双重影响趋于稳定。从 2016 年-2022 年，中国的纯电动汽车渗透率从 1% 提升至 20%，随着纯电动汽车的快速普及，传统燃油车市场规模快速下滑对涡轮增压器市场规模起到显著负向影响。据我们测算，2022 年中国市场可搭载涡轮增压器的汽车市场规模为 2149.9 万辆，相较于 2016 年的 2766.5 万辆显著下滑 22.3%。但另一方面，涡轮增压器渗透率的快速提升抵消了由于数量下滑带来的影响，根据盖世汽车研究院的统计口径，2022 年中国市场上内燃机涡轮增压器渗透率为 68.2%，预计到 2025 年将逐步上升至 71.3%，混合动力汽车的涡轮增压器渗透率高于传统燃油车型，2022 年混动车型涡轮增压器渗透率为 71.2%，预计至 2025 年将提升至 87.9%。

图表 12：中国汽车年销量变动和纯电动汽车渗透率



资料来源：中国汽车工业协会，东方财富证券研究所

图表 13：可装载涡轮增压器的汽车市场规模变化



资料来源：中国汽车工业协会，东方财富证券研究所

图表 14：中国市场内燃机涡轮增压器渗透率



资料来源：盖世动力总成数据库，盖世汽车研究院预测，东方财富证券研究所

图表 15：中国市场混动车型涡轮增压器渗透率



资料来源：盖世动力总成数据库，盖世汽车研究院预测，东方财富证券研究所

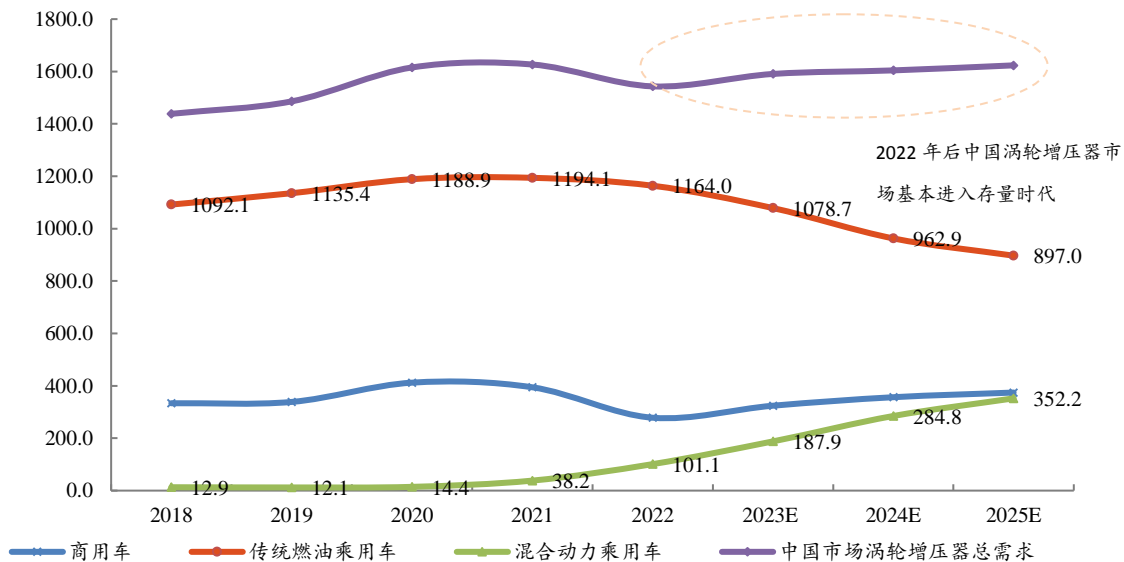
中国区涡轮增压器需求增速逐渐放缓，预计 2025 年市场规模达 1623.5 万个。我们将中国区涡轮增压器市场拆分为商用车、传统动力乘用车和插电式混合动力乘用车三个部分，根据三部分车型的市场规模以及渗透率变化推算出中国区整体涡轮增压器规模。关键假设在于商用车 2023-2025 年销量增长率分别为 15.2%/10%/5%，根据 Global and China Automotive Turbocharger Industry Report，2018 年中国商用车涡轮增压器渗透率在 76.3%，我们预计 2023-2025 年商用车涡轮增压器渗透率会稳定在 85.3%的水平。汽车工业协会预计 2023 年乘用车市场销量在 2380 万辆，我们预计 2024/2025 年将与 2023 年持平，其中插电式混合动力车型 2023-2025 年的销量增速在 68%/40%/20%，乘用车车端涡轮增压器渗透率数据采用盖世汽车研究院的口径。从最终结果来看，2023/2024/2025 年中国区涡轮增压器需求为 1590.7/1604.3/1623.5 万个，年增速为 3.07%/0.85%/1.20%，市场规模较为稳定。市场驱动的主要因素是商用车销量和混合动力车型销量的上升，以及涡轮增压器渗透率的提升。

图表 16：中国区涡轮增压器市场需求测算

| 中国 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 商用车市场销量（万） | 513.3 | 479.3 | 330 | 380 | 418 | 438.9 |
| 商用车涡轮增压器渗透率 | 80.3% | 82.3% | 84.3% | 85.3% | 85.3% | 85.3% |
| 乘用车市场销量（万） | 2017.8 | 2148.2 | 2356.3 | 2380 | 2380 | 2380 |
| 其中：传统动力乘用车（万） | 1893.1 | 1814.8 | 1706.8 | 1530 | 1360 | 1258 |
| 传统动力乘用车涡轮增压器渗透率 | 62.8% | 65.8% | 68.2% | 70.5% | 70.8% | 71.3% |
| 其中：插电式混合动力乘用车（万） | 24.7 | 60.0 | 142.0 | 238.5 | 333.9 | 400.68 |
| 插电式混合动力乘用车涡轮增压器渗透率 | 58.1% | 63.6% | 71.2% | 78.8% | 85.3% | 87.9% |
| 中国涡轮增压器市场规模（万个） | 1615.4 | 1626.8 | 1543.3 | 1590.7 | 1604.3 | 1623.5 |
| YOY | 8.71% | 0.70% | -5.13% | 3.07% | 0.85% | 1.20% |

资料来源：中国汽车工程协会，乘联会，盖世汽车资讯网，Global and China Automotive Turbocharger Industry Report, 2019-2025，东方财富证券研究所测算，风险提示：本表的计算结果依赖于盖世汽车资讯网对于商用车、乘用车涡轮增压器渗透率的预测准确性，以及我们对于 2023-2025 年商用车、燃油乘用车和插电混动车的销量预测准确性

图表 17：中国区涡轮增压器市场需求测算

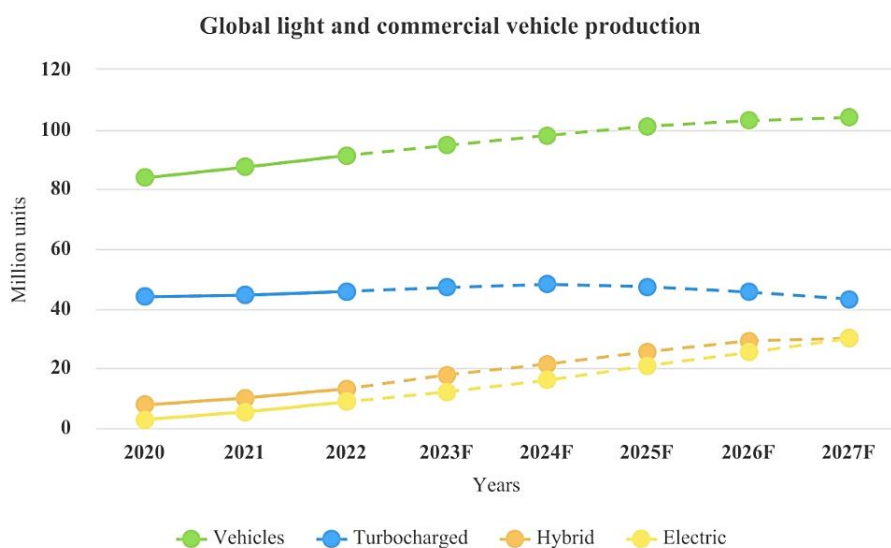


资料来源：中国汽车工程协会，乘联会，盖世汽车资讯网，东方财富证券研究所测算

盖瑞特 2022 年年报显示，全球涡轮增压器的总产量将于 2024 年达峰，将从 2022 年的约 4600 万台增加到 2024 年的约 4800 万台随后下降。2022 年涡轮增压器市场规模约为 100 亿美元，其中轻型车约占总产量的 86%，商用车占 14%。涡轮增压器行业的中短期增长主要是由混合动力汽车渗透率的预期增长和商用车销量缓慢增长推动的，从 2022 年全球约 1300 万辆混合动力汽车增长到

2026 年全球预计 2900 万辆。2023 年之后，涡轮增压器的规模将趋于平稳，随后开始下降，2026 年将下降至与 2022 年相同的产量。

图表 18：全球涡轮增压器市场需求



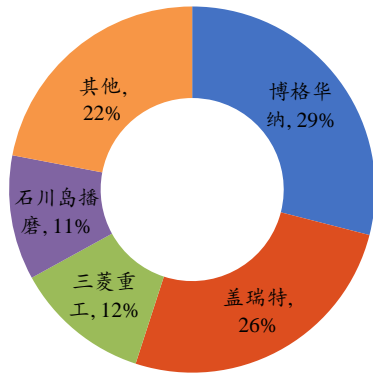
资料来源：盖瑞特 2022 年年报-Item1 Business，东方财富证券研究所

2.2. 全球涡轮增压器 TIER 1 供应商市场份额稳定，集中度较高

2021 年，涡轮增压器前四大 TIER1 供应商占据 78% 的市场份额。在市场格局方面，全球增压器市场的主要有博格华纳（29%）、盖瑞特（26%）、三菱重工（12%）、IHI（11%），他们都已经在我国境内设立了独资或合资企业。相比而言，国内企业在产能规模、研发实力、管理等方面与上述国际巨头还存在明显差异。目前宁波丰沃、康跃科技、湖南天雁、潍坊富源、奕森科技等国内品牌企业，也正在努力提升自己的研发实力，打破国际巨头对国内高端增压器市场及汽油机增压器市场的垄断。

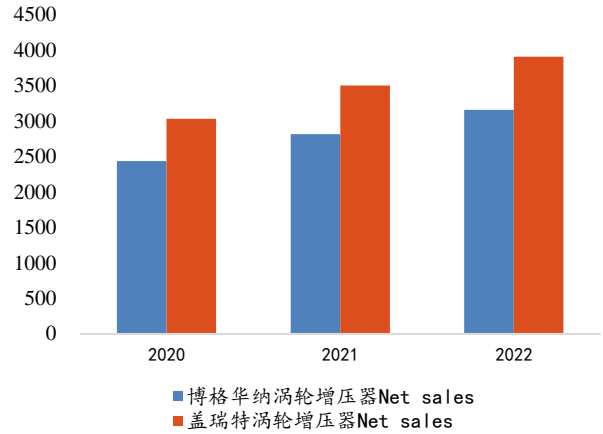
头部效应显著，盖瑞特与博格华纳营收增速快于行业。2020-2022 年，全球涡轮增压器行业尚处在市场规模缓慢增长期间，头部两大供应商博格华纳与盖瑞特的涡轮增压器业务净销售额增长快于行业规模增速，头部效应显著。博格华纳 2021 年/2022 年的涡轮增压器净销售额增速分别为 15.6%/12.1%，盖瑞特 2021 年/2022 年的涡轮增压净销售额增速分别为 15.5%/11.6%。2021 年盖瑞特宣布中国武汉工厂扩产计划，此次扩建计划将把先进制造基地的既有生产面积再扩大 50%，预计在 2022 年第一季度投入使用。

图表 19：2021 年全球涡轮增压器市场集中度高



资料来源：Marklines-零部件采购·配套-涡轮增压器，东方财富证券研究所

图表 20：盖瑞特、博格华纳净销售额（百万美元）



资料来源：博格华纳年报、盖瑞特年报，东方财富证券研究所

2022 年中国汽车销量排名前 20 的车型中有 14 款含涡轮增压器配置，渗透率较高。其中，宁波丰沃和湖南天雁机械、长城是唯一进入配套厂商的中国企业，宁波丰沃主要配套比亚迪系列产品，受益于比亚迪市场份额的提升，近年来出货量较大，天雁机械主要配套长安汽车，长城配套自身车型。石川岛主要为日系车型配套，如卡罗拉、速腾、雅阁、雷凌等。

图表 21：2022 年中国区汽车销量排名前 20 搭载涡轮增压器情况

| 排名 | 车型 | 2022 年全年销量(辆) | 涡轮增压配置 | 配套厂商 |
|----|--------------|---------------|----------------|--------------|
| 1 | 比亚迪宋 | 478,811 | 1.5T | 宁波丰沃、博格华纳 |
| 2 | 轩逸 | 420,665 | / | / |
| 3 | 宏光 MINI | 404,823 | / | / |
| 4 | 新朗逸 | 351,130 | 1.2T,1.4T | 博马科技、博格华纳 |
| 5 | 比亚迪秦 | 341,943 | / | / |
| 6 | 特斯拉(Model Y) | 315,314 | / | / |
| 7 | 比亚迪汉 | 272,418 | 1.5T | 宁波丰沃 |
| 8 | 卡罗拉 | 252,790 | 1.2T | 石川岛 |
| 9 | 哈弗 H6 | 250,120 | 1.5T, 2.0T | 长城、博马科技、上海菱重 |
| 10 | 凯美瑞 | 242,225 | / | / |
| 11 | 长安 CS75 | 228,889 | 1.5T | 盖瑞特、湖南天雁机械 |
| 12 | 速腾 | 227,556 | 1.2T,1.4T,1.5T | 博马科技、石川岛 |
| 13 | 本田 CR-V | 222,829 | 1.5T | 上海菱重 |
| 14 | 雅阁 | 220,771 | 1.5T | 石川岛 |
| 15 | 新宝来 | 212,732 | 1.2T,1.4T,1.5T | 未知 |

| | | | | |
|----|--------|---------|-----------|----------------|
| 16 | 比亚迪海豚 | 204,226 | / | / |
| 17 | 雷凌 | 192,517 | 1.2T | 石川岛 |
| 18 | 帕萨特 | 176,621 | 1.4T,2.0T | 石川岛 |
| 19 | 宝马 5 系 | 171,142 | 2.0T | 上海菱重、博格华纳、博马科技 |
| 20 | 逸动 | 168,478 | 1.4T | 盖瑞特、博格华纳 |

资料来源：易车资讯网车型检索、Marklines-零部件采购·配套-涡轮增压器、乘联会、东方财富证券研究所

2.3. TIER 2 供应商准入壁垒较高，行业增速放缓情况下难以有新进入者

贝斯特属于 TIER2 供应商，行业市场准入壁垒较高，规模优势明显。全球主机厂在选择上游零部件配套供应商过程中，有一整套严格的供应商认证标准。汽车零部件生产企业首先要通过国际组织、国家和地区汽车协会组织建立的零部件质量管理体系认证审核，比如 TS16949 第三方认证证书；其次还需要接受质量、开发、物流、管理、成本、财务状况、安全环保等各方面的严格考核评价，合作关系的建立一般需要 1-3 年；最后，需要进行产品认证，至少需要经历前期考核、产品工艺设计、样件试制、样件检测及台架、整车试验、整车厂批准、小批量供货、大批量供货、年度评审等步骤，周期长、投入大。因为考核认证相当严格，一旦建立配套关系，就会形成长期稳定的合作关系。因此，主机厂对配套企业的严格体系认证，对新进入者形成相当高的市场准入壁垒。

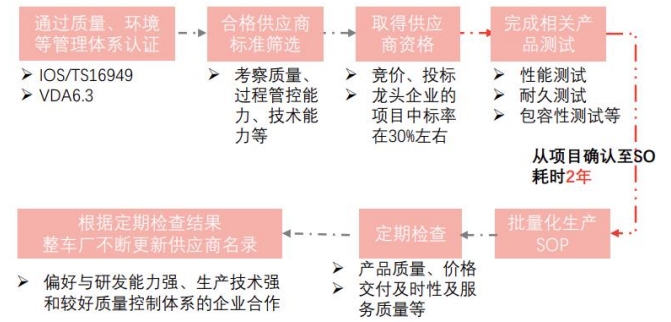
涡轮增压器行业是典型的规模效益型和资金密集型行业，零部件配套企业需要事先进行大规模的土地、厂房、机器设备等固定资产投资，只有当生产规模达到一定程度，固定资产利用率提高后，边际生产成本才能下降，规模效益才能逐步显现。由于供应商认证考核过程时间较长，新进入企业很难在短时间内达到规模化生产水平，单位成本也不能快速下降，这对新进入企业构成重要障碍。涡轮增压器零部件生产对于资金要求较高，一方面，为了满足整车厂和主机厂对生产规模、加工水平和产品质量等方面的较高要求，零部件企业需要大量购置厂房、高端生产设备及精密检测设备。另一方面，为满足整车厂和主机厂准时制生产要求，零部件企业需要就近建立仓库，同时应收款信用期也较长，这对零部件企业造成较大的流动资金压力。

图表 22：汽车零部件供应商体系复杂



资料来源：头豹研究院，东方财富证券研究所

图表 23：涡轮增压器零部件供应商筛选流程严格

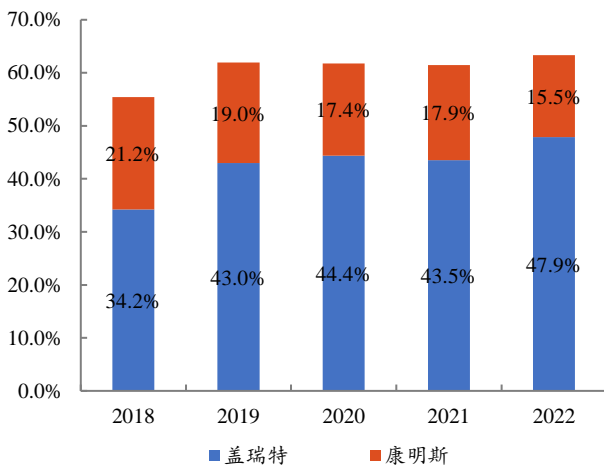


资料来源：头豹研究院，东方财富证券研究所

2.4. 公司与头部客户长期绑定，业绩受头部客户营收增长驱动

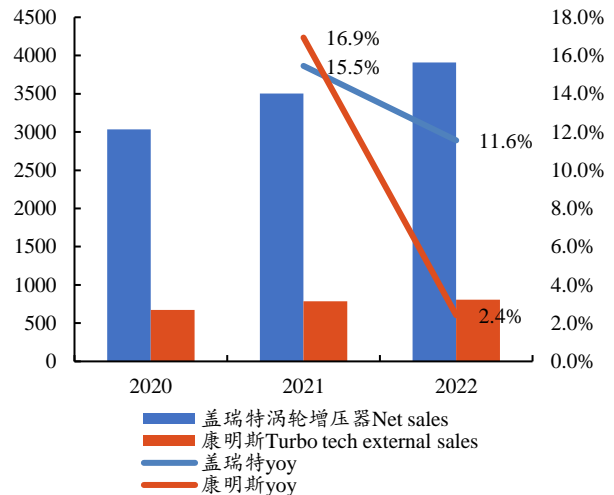
贝斯特前两大客户结构稳定，盖瑞特与康明斯的涡轮增压器营收增长驱动下游零部件供应商营收增长。2018年-2022年，贝斯特的前两大客户均为盖瑞特和康明斯，结构稳定。受益于头部效应，盖瑞特的占比从2018年的34.2%提升至2022年的47.9%，康明斯的占比从2018年的21.2%降低至2022年的15.5%。2020-2022年，盖瑞特在全球涡轮增压器业务的净销售额分别为3034/3503/3908百万美元，康明斯涡轮增压器业务收入为673/787/806百万美元，均实现正向增长。从营收增速来看，2021-2022年贝斯特涡轮增压器业务收入7.81/8.77亿元，同比+12.0%/12.3%，与第一大客户盖瑞特的营收增速较为接近。

图表 24：前两大客户结构稳定



资料来源：贝斯特可转换公司债券募集说明书，贝斯特公司年报，东方财富证券研究所

图表 25：盖瑞特、康明斯涡轮增压器营收增速







资料来源：盖瑞特、康明斯2022年年报，东方财富证券研究所

2.5. 涡轮增压器市场份额提升，营收增速排名靠前

国内涡轮增压器零部件公司多集中于长三角地区，主因是下游客户研发采购中心和整车厂也集中于此，因此长三角地区的零部件产业发展比国内其他地区更成熟。从贝斯特的已上市竞争对手情况来看，涡轮壳和中间壳赛道竞争较

为激烈，科华控股、华培动力和鑫湖股份均有涡轮壳制造业务。在全加工叶轮领域贝斯特具有绝对优势。我们将这四家 TIER2 供应商的历年涡轮增压器业务营收增速进行对比，可以看出贝斯特营收增速位居前列，2019-2021 年的年复合增长率为 15.74%，而另外两家份额较大的厂商科华控股和鑫湖股份年复合增长率分别为 6.09%/7.15%。

图表 26：贝斯特竞争对手（上市企业）

| 企业名称 | 企业总部 | 成立时间 | 上市情况 | 主要产品 | 应用领域 | 竞争优势 |
|---|------|------|------------------------------|---------------|-------------------------------|------------------------------|
| 科华控股  | 江苏 | 2002 | 2018年1月在上交所上市，股票代码为603161 | 涡轮壳 中间壳 EGR阀等 | ◆ 汽车涡轮增压器零部件 ◆ 液压泵阀、工程机械配件 | 全球上市企业市场份额第一。现有产能大，达1175万件/年 |
| 华培动力  | 上海 | 2006 | 2019年1月在上交所上市，股票代码为603121 | 涡轮壳 中间壳 涡轮等 | ◆ 汽车零部件 | 14项发明专利和55项实用新型专利 |
| 鑫湖股份  | 江苏 | 1994 | 2018年10月在深交所上市，股票代码为300694 | 涡轮壳 压气机壳 | ◆ 压气机壳和涡轮壳 | 共获发明专利60项，实用新型专利93项 |
| 贝斯特  | 江苏 | 1997 | 2017年17年1月在深交所上市，股票代码为300580 | 中间壳 压气机壳 叶轮等 | ◆ 汽车涡轮增压器零部件 ◆ 工装夹具产品 | 实现中间壳从铸造到机械加工的一体化供应能力 |

资料来源：头豹研究院，东方财富证券研究所

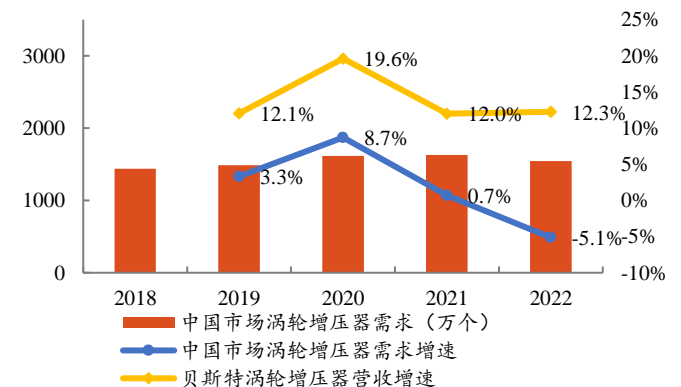
贝斯特涡轮增压器收入增速显著快于行业增速，市场份额有所提升。从2018-2022年贝斯特营业收入增速与行业的比较来看，二者大致呈现同向增长。我们认为贝斯特营收远超行业有以下几点原因：1) 受益于下游头部客户盖瑞特营收的快速增长，公司与头部厂商的深度绑定决定了其与头部厂商营收的高度相关性。2) 扩建产能。经我们的测算，2019-2022年贝斯特在商用车市场的市占率¹分别为 11.28%、13.20%、15.76%，在乘用车市场的市占率分别为 11.28%、13.20%、15.76%，逐年提升。

图表 27：贝斯特涡轮增压器营收增速排名靠前

| 涡轮增压器营收 | 2019 | 2020 | 2021 | 3年 CAGR |
|---------|-------|-------|-------|---------|
| 华培动力 | 0.52 | 0.53 | 0.73 | 18.48% |
| 鑫湖股份 | 11.21 | 10.05 | 12.87 | 7.15% |
| 科华控股 | 15.77 | 15.71 | 17.75 | 6.09% |
| 贝斯特 | 5.83 | 6.97 | 7.81 | 15.74% |

资料来源：贝斯特2021年年报、华培动力2021年年报、Choice-华培动力、鑫湖股份、科华控股按产品项目分类，东方财富证券研究所

图表 28：贝斯特涡轮增压器收入增速快于行业增速



资料来源：贝斯特2020年、2021年年报，市场需求来源于前文中国市场涡轮增压器需求测算表，东方财富证券研究所

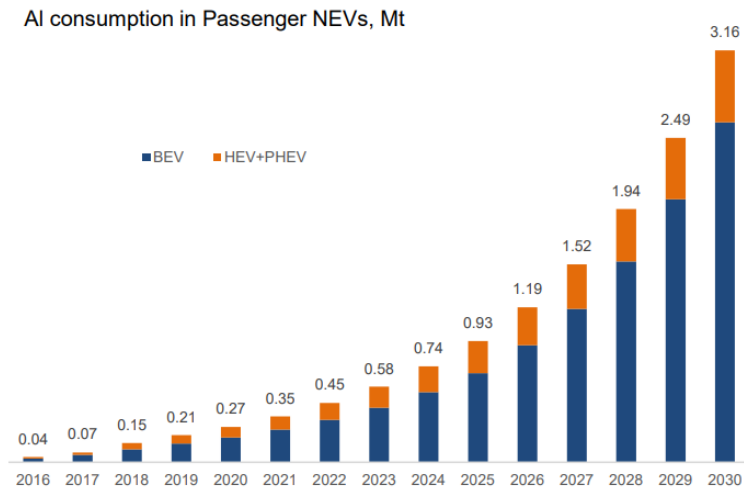
¹ 市占率计算方式为预估贝斯特涡轮增压器销量除以当年中国市场预估涡轮增压器需求

3. 基于精密零部件加工多年积累，逐步向新能源市场进军

3.1. 依托精密零部件加工优势与经验，迁移至新能源领域

随着全球新能源汽车渗透率的逐步提升，三电系统的配备使得新能源车重量提升。车重可制约降耗、续航等问题，汽车轻量化解决方案应运而生。研究表明，如果燃油车减重 10%，油耗将降低 6-8%；如果新能源车减重 100kg，续航里程将提升 10-11%，同时降低 20% 的电池成本和日常损耗成本。而贝斯特的战略正是通过在工装夹具及涡轮增压器零部件等铝合金小件上的精加工优势，逐步切入车用铝合金加工市场，2022 年底已购置少量 3000-4000 吨压铸机。相较于钢铁，铝合金虽成本高，但密度低、质量轻，因此被广泛应用于轻量化市场。CM GROUP 预测未来中国的新能源汽车产量将强劲增长，2025 年总产量将达到 410 万辆，到 2030 年将达到 1130 万辆，新能源汽车铝总消费量估计分别为 90 万吨和 320 万吨。

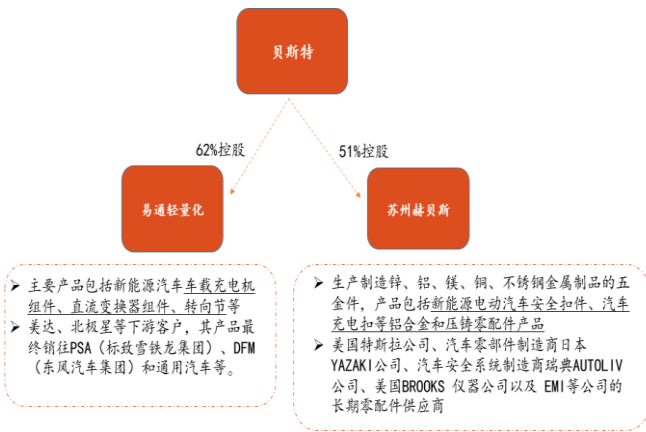
图表 29：中国新能源汽车市场的铝消费量



资料来源：CM Group 咨询机构，东方财富证券研究所

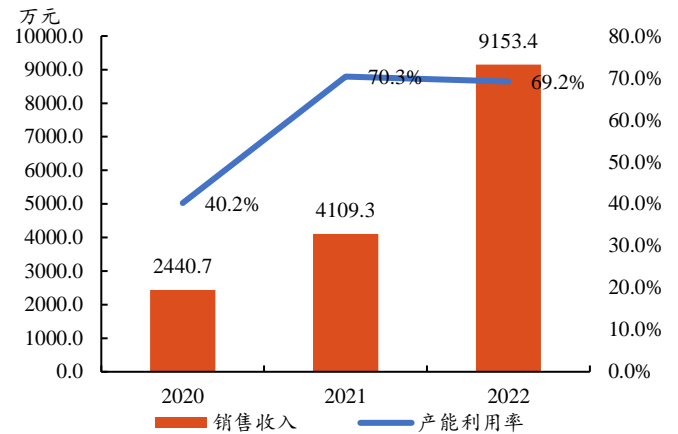
通过战略控股，母公司逐步开展纯电动汽车零部件加工业务。2019 年 5 月贝斯特成功收购苏州赫贝斯，充分依托赫贝斯的市场资源，推动公司进入北美客户供应链，夯实公司向新能源汽车领域转型升级的战略布局。公司后通过控股易通轻量化技术（江苏）有限公司的方式，利用优秀人才队伍所拥有的成熟技术经验、市场资源等，快速布局新能源汽车轻量化产品的研发、生产和销售，以直接切入到电动车、插电混动等新领域，并在充电转换器壳体、底盘支架以及减震塔等轻量化结构件方面持续发力。报告期内，易通轻量化公司开拓了包括美达、北极星等下游客户，其产品最终销往 PSA（标致雪铁龙集团）、DFM（东风汽车集团）和通用汽车等。2022 年贝斯特新能源业务产能利用率提升至 69.2%，新能源业务贡献收入 9153.4 万元，同比+122.7%。我们预计公司 2023 年全年新能源业务收入达 2 亿元，2023 年有望实现 118% 的增长。

图表 30：贝斯特通过控股子公司切入新能源市场



资料来源：贝斯特2021年年报，天眼查，Choice贝斯特深度资料，东方财富证券研究所

图表 31：贝斯特新能源业务收入情况



资料来源：贝斯特2020、2021、2022年年报，东方财富证券研究所

3.2. 可转债募投项目基本达产，新能源领域产能提升

140 万件新能源汽车功能部件建设项目现已达产，预计 2025 年贡献 2.25 亿营收。从公司 2020 年可转债募说明书中预估 2023 年-2027 年新能源建设项目贡献营收逐年增长最终稳定至 3.47 亿元。分产品来看，车载充电机组件和氢燃料电池壳体预计贡献最大，分别达 1.8 亿元和 0.8 亿元。如客户和订单拓展顺利，产能的有序利用会很好的支撑贝斯特未来五年的新能源业务增长。

图表 32：2020 年可转债募投新能源项目达产情况预估

| 新能源汽车零部件名称 | 新增产能 (万件) | 销售单价 (元) | | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-----------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 车载充电机组件 | 60 | 300 | 产量 (万件) | 10 | 20 | 40 | 60 | 60 |
| | | | 销售收入 (万元) | 3000 | 6000 | 12000 | 18000 | 18000 |
| 直流变换器组件 | 10 | 150 | 产量 (万件) | 1 | 3 | 6 | 10 | 10 |
| | | | 销售收入 (万元) | 0 | 450 | 900 | 1500 | 1500 |
| 转向节 | 60 | 120 | 产量 (万件) | 10 | 20 | 40 | 60 | 60 |
| | | | 销售收入 (万元) | 1200 | 2400 | 4800 | 7200 | 7200 |

| | | | | | | | | |
|------------|----|-----|----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 氢燃料电池壳体 | 10 | 800 | 产量(万件) | 1 | 3 | 6 | 10 | 10 |
| | | | 销售收入(万元) | 800 | 2400 | 4800 | 8000 | 8000 |
| 预计贡献营收(万元) | / | / | 合计 | 5150 | 11250 | 22500 | 34700 | 34700 |

资料来源：贝斯特可转债说明书，东方财富证券研究所

3.3. 安徽六期新能源工厂开建，预计 2023 年底完工

2022 年 6 月 25 日，无锡贝斯特出资设立的全资子公司—安徽贝斯特新能源汽车零部件有限公司成立，注册资本 1 亿人民币，主要从事汽车零部件及配件制造、汽车零部件研发，新能源汽车电附件销售等业务。2022 年 11 月 11 日，安徽贝斯特新能源汽车零部件有限公司含山工厂奠基仪式在马鞍山市含山经开区举行。据此，由无锡贝斯特精机股份有限公司在含山经开区投资的新能源汽车零部件生产项目正式落地。该项目一期总用地面积约 110 亩，一期总建筑面积约 7 万平方米，产品主要配套国内外新能源汽车领域知名车企，预计 2023 年底完工，主要产品是精密零部件、压铸件、铝合金结构件。

图表 33：安徽贝斯特新能源汽车零部件有限公司奠基仪式



资料来源：压铸周刊，东方财富证券研究所

4. 工业母机战略开启，瞄准高端机床市场

全面布局直线滚动功能部件，导入工业母机新赛道。工业母机被誉为万机之母，是国家制造的精度、效率、品质的总起点。国资委把工业母机置于重要位置、首要位置，放在新能源汽车，甚至排在高端芯片、新材料之前，足以凸显制造业的独立自主所占据的重要地位。在国家制造业高质量发展情况下，机床无疑要向中高端转型以支持制造业升级，这也正是工业母机被摆在核心技术攻关首位的原因。根据十四五规划，我国将进一步推动制造业优化升级，培育先进制造业集群，推动高端数控机床等产业创新发展。受益于国资委会议以及专精特新等各项政策的催化，以及进口替代的内在推动，工业母机行业将日益凸显其重要地位。

中国作为世界第一大机床消费大国，市场规模庞大，但国产数控机床仍以中、低端产品为主，在技术要求相对较高的中高端数控机床领域，国内企业还尚未攻克数控系统、直线滚动功能部件等相关核心技术，大部分市场被国外品牌占据，国内企业自给率偏低。在当前全球贸易摩擦加剧，保护主义盛行，中高端数控机床已成为制约国内产业升级的重要瓶颈。国家各级政府曾多次发文加大对工业母机、中高端机床行业的政策支持，国内相关企业正面临着巨大的发展机遇期。

贝斯特筹划布局直线滚动功能部件，是在原有业务上的延伸和突破，已具备了相对成熟的条件或优势：一方面，公司汽车零部件业务规模化、智能化生产的技术和管理体系可直接移植到直线滚动功能部件领域。并且，公司现有上千台高端机床，已与国内高档机床商合作开发了高效、高精度机床，并实现了产业化应用验证，生产质量、效率在国内同行遥遥领先，未来公司作为“供应商”和“客户”的双重角色，利用产业化验证平台，可不断提升机床商和滚动功能部件质量、效率，从而实现双赢。另一方面，公司是中国机床工业协会夹具分会的理事长单位，并且作为中国工装夹具行业的开辟者，贝斯特结合自身多年深耕智能装备、工业自动化集成的丰富经验，建立了一支专业技能过硬、行业经验丰富、创新能力较强的技术团队，对滚动功能部件有丰富的经验和深入的理解。同时，直线滚动功能部件具有定位精度高、灵敏度高和承载能力强的特点，而贝斯特的发展基因与技术特点正与此相应。未来，公司将以全资子公司宇华精机为独立平台，全面布局直线滚动功能部件，瞄准高端机床领域、半导体装备产业、自动化产业三大市场进行大力开拓，将大力引进支撑公司新业务发展的关键人才，推动技术研发、市场开发，建立配套客户“敏捷、及时、精准”的快速反应能力。

5. 关键假设与盈利预测

5.1. 关键假设

(1) 汽车零部件：作为贝斯特最主要的营收来源，我们将此部分分拆为涡轮增压器业务收入、新能源业务收入和其他三部分，其中2021年/2022年的涡轮增压器业务收入已知为7.8亿元/8.8亿元，商用车营收占比为20.0%，乘用车营收占比为80.0%，据此我们可以推算出贝斯特2021/2022年在商用车涡轮增压器市场的渗透率为13.2%/15.8%，在乘用车涡轮增压器市场的渗透率为29.0%/33.7%。我们假设贝斯特在2023/2024/2025年的商用车和乘用车市场的涡轮增压器渗透率逐年提升，分别为18.0%/19.0%/20.0%和37.0%/38.0%和39.0%，并假设套单价按照2%年降，可以得出2023/2024/2025年涡轮增压器的营收分别为9.8/10.0/10.3亿元。已知2021年/2022年的新能源业务收入为0.9/2.0亿元，受益于公司新能源客户的拓展以及安徽新能源工厂2024年开始放量，我们预计2023/2024/2025年公司新能源业务收入分别为2.0/5.0/8.0亿元。其他业务包括真空泵、油泵、高压共轨燃油泵泵体、发动机缸体等零部件，2020/2021/2022年其他业务收入分别为0.49/0.65/0.38亿元，波动较大，未来三年营收按照2020-2022年平均值估计。由于2023年公司新品尚处于产能爬坡期，会拖低整体毛利率水平，随着产能逐步释放毛利会稍微恢复我们假设2023-2025年汽车零部件毛利率分别为33.0%/34.0%/34.5%。

(2) 工装夹具：作为公司非核心业务，我们假设该业务2022/2023/2024年小幅增长，年增速为5.0%，毛利率采用过去三年平均值30.28%。

(3) 其他零部件：作为公司非核心业务，我们假设该业务2022/2023/2024年小幅增长，年增速为5.0%，毛利率采用过去三年平均值23.61%。

(4) 其他收入：作为公司营收贡献最小的业务，2020/2021/2022年营收已知为0.07/0.10/0.14亿元，年增速为26.5%/45.3%/38.4%，假设2023/2024/2025年年增速缓慢下降，分别为30.0%/25.0%/20.0%。由于2020年和2021年年报中未披露该业务毛利率，我们使用总毛利倒推方式得出2020/2021年该业务毛利率为27.4%/96.8%，年波动幅度较大，2022年年报中披露其他收入毛利率为95.3%，并假设2023/2024/2025年毛利率保持在95.3%。

图表 34：盈利预测的关键假设（单位：亿元，%）

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10.57 | 10.97 | 13.24 | 16.53 | 19.93 |
| yoy | 13.53% | 3.77% | 20.72% | 24.79% | 20.60% |
| 毛利率 | 34.39% | 34.27% | 33.00% | 34.00% | 34.50% |
| 汽车零部件 | 8.87 | 10.07 | 12.26 | 15.45 | 18.77 |
| yoy | 15.00% | 11.10% | 19.40% | 37.50% | 37.50% |
| 毛利率 | 34.50% | 33.63% | 32.35% | 33.38% | 33.89% |
| 工装夹具 | 0.81 | 0.53 | 0.55 | 0.58 | 0.61 |
| yoy | -23.00% | -35.40% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 34.89% | 39.13% | 30.28% | 30.28% | 30.28% |

| | | | | | |
|-------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 其他零部件 | 0.78 | 0.24 | 0.25 | 0.26 | 0.28 |
| yoy | 66.02% | -69.52% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 24.51% | 14.23% | 23.61% | 23.61% | 23.61% |
| 其他收入 | 0.10 | 0.14 | 0.18 | 0.23 | 0.27 |
| yoy | 45.30% | 38.35% | 30.00% | 25.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 96.78% | 95.32% | 95.32% | 95.32% | 95.32% |

资料来源：Choice 贝斯特深度资料，东方财富证券研究所测算

5.2. 投资建议

短期，受益于涡轮增压器渗透率提升、混动汽车销量增长和商用车销量的回弹，全球及中国涡轮增压器行业规模保持增长趋势。贝斯特通过与头部厂商盖瑞特的深度绑定和产能扩张，在 TIER2 厂商中份额提升，其涡轮增压器业务增速有望超行业增速；中期，随着 140 万套轻量化结构件达产、安徽新能源工厂的产能释放和客户拓展，新能源精密加工业务将成为公司的新增长极；长期，公司进入工业母机新赛道，全面布局直线滚动功能部件，业务结构持续高端化，有望迎来营收与估值的双重增长。

我们预计公司 2023 年-2025 年营收分别为 13.24/16.52/19.93 亿元，归母净利润分别为 2.70/3.27/4.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.35/1.63/2.01 元，对应 2023-2025 年 PE 值分别为 18/15/12 倍。行业对比情况来看，2023 年行业可比公司一致预期 PE 的平均值为 17 倍，考虑到公司新能源业务和工业母机战略的导入，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应 12 个月目标价 27 元，上调至买入评级。

图表 35：行业重点关注公司（截至 2023 年 4 月 23 日）

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|-----------|------|-------------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 300258.SZ | 精锻科技 | 47.36 | 0.69 | 0.89 | / | 14.25 | 11.04 | / | 买入 |
| 603305.SH | 旭升集团 | 215.76 | 1.53 | 2.00 | 2.61 | 15.11 | 11.56 | 8.86 | 增持 |
| 600933.SH | 爱柯迪 | 183.81 | 0.94 | 1.16 | 1.44 | 22.14 | 17.94 | 14.45 | 增持 |
| / | 行业一致 | / | 1.05 | 1.35 | 2.03 | 17.17 | 13.51 | / | / |
| 300580.SZ | 贝斯特 | 45.36 | 1.35 | 1.63 | 2.01 | 17.70 | 14.66 | 11.89 | 买入 |

资料来源：总市值数据来源于 Choice，EPS 来源于汽车组最新报告中预测值，PE 来源于 2023 年 4 月 23 日收盘价除以 EPS，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 混动车型和商用车销量增长不及预期
- ◆ 贝斯特市场份额拓展不及预期
- ◆ 轻量化结构件产销率不及预期
- ◆ 安徽新能源工厂建设不及预期
- ◆ 新能源精密加工领域客户拓展不及预期
- ◆ 大客户盖瑞特涡轮增压器营收不及预期
- ◆ 工业母机业务进展不及预期

资产负债表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 1776.21 | 1994.21 | 2565.43 | 2865.88 |
| 货币资金 | 157.25 | 347.92 | 587.22 | 1230.36 |
| 应收及预付 | 557.79 | 599.28 | 740.96 | 623.84 |
| 存货 | 312.46 | 271.60 | 416.78 | 219.03 |
| 其他流动资产 | 748.72 | 775.41 | 820.48 | 792.65 |
| 非流动资产 | 1653.04 | 1677.39 | 1688.65 | 1698.57 |
| 长期股权投资 | 32.14 | 31.14 | 31.14 | 31.14 |
| 固定资产 | 1121.27 | 1105.47 | 1088.31 | 1072.13 |
| 在建工程 | 254.23 | 293.38 | 318.80 | 340.89 |
| 无形资产 | 112.19 | 112.19 | 112.19 | 112.19 |
| 其他长期资产 | 133.22 | 135.22 | 138.22 | 142.22 |
| 资产总计 | 3429.25 | 3671.60 | 4254.09 | 4564.45 |
| 流动负债 | 529.59 | 543.43 | 844.85 | 798.24 |
| 短期借款 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 应付及预收 | 420.77 | 387.11 | 649.35 | 565.21 |
| 其他流动负债 | 108.32 | 155.81 | 195.01 | 232.52 |
| 非流动负债 | 751.12 | 751.12 | 751.12 | 751.12 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 495.70 | 495.70 | 495.70 | 495.70 |
| 其他非流动负债 | 255.41 | 255.41 | 255.41 | 255.41 |
| 负债合计 | 1280.71 | 1294.54 | 1595.97 | 1549.35 |
| 实收资本 | 200.02 | 200.02 | 200.02 | 200.02 |
| 资本公积 | 682.16 | 682.16 | 682.16 | 682.16 |
| 留存收益 | 1119.35 | 1344.44 | 1621.37 | 1973.25 |
| 归属母公司股东权益 | 2138.26 | 2363.35 | 2640.27 | 2992.16 |
| 少数股东权益 | 10.29 | 13.71 | 17.85 | 22.93 |
| 负债和股东权益 | 3429.25 | 3671.60 | 4254.09 | 4564.45 |

利润表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1097.28 | 1324.31 | 1652.58 | 1993.02 |
| 营业成本 | 721.26 | 887.29 | 1090.70 | 1305.43 |
| 税金及附加 | 11.79 | 14.17 | 17.68 | 21.33 |
| 销售费用 | 16.99 | 21.19 | 26.44 | 31.89 |
| 管理费用 | 95.35 | 112.57 | 140.47 | 169.41 |
| 研发费用 | 58.79 | 70.19 | 87.59 | 105.63 |
| 财务费用 | 5.71 | 4.17 | 4.45 | 2.36 |
| 资产减值损失 | -10.14 | -2.20 | -1.20 | -1.20 |
| 公允价值变动收益 | -6.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 10.47 | 14.57 | 19.83 | 25.91 |
| 资产处置收益 | -0.17 | 0.13 | 1.65 | 3.08 |
| 其他收益 | 29.35 | 34.43 | 42.97 | 51.82 |
| 营业利润 | 207.08 | 258.12 | 344.94 | 433.04 |
| 营业外收入 | 0.03 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| 营业外支出 | 1.06 | 0.16 | 0.16 | 0.16 |
| 利润总额 | 206.05 | 258.03 | 344.85 | 432.95 |
| 所得税 | -25.70 | -15.48 | 13.79 | 25.98 |
| 净利润 | 231.74 | 273.51 | 331.06 | 406.97 |
| 少数股东损益 | 2.87 | 3.42 | 4.14 | 5.09 |
| 归属母公司净利润 | 228.87 | 270.09 | 326.92 | 401.89 |
| EBITDA | 344.47 | 388.54 | 477.95 | 578.80 |

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 341.66 | 472.95 | 435.80 | 843.22 |
| 净利润 | 231.74 | 273.51 | 331.06 | 406.97 |
| 折旧摊销 | 135.53 | 131.65 | 141.74 | 164.09 |
| 营运资金变动 | -25.85 | 61.76 | -35.25 | 291.33 |
| 其它 | 0.24 | 6.03 | -1.75 | -19.17 |
| 投资活动现金流 | -271.78 | -222.39 | -131.61 | -145.10 |
| 资本支出 | -332.19 | -154.95 | -148.44 | -167.01 |
| 投资变动 | 46.33 | -80.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 14.08 | 12.57 | 16.83 | 21.91 |
| 筹资活动现金流 | -40.40 | -59.89 | -64.89 | -54.98 |
| 银行借款 | 0.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -40.90 | -59.89 | -64.89 | -54.98 |
| 现金净增加额 | 32.58 | 190.68 | 239.30 | 643.14 |
| 期初现金余额 | 93.66 | 126.25 | 316.92 | 556.22 |
| 期末现金余额 | 126.25 | 316.92 | 556.22 | 1199.37 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 3.80% | 20.69% | 24.79% | 20.60% |
| 营业利润增长 | -8.27% | 24.65% | 33.64% | 25.54% |
| 归属母公司净利润增长 | 16.35% | 18.01% | 21.04% | 22.93% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 34.27% | 33.00% | 34.00% | 34.50% |
| 净利率 | 21.12% | 20.65% | 20.03% | 20.42% |
| ROE | 10.70% | 11.43% | 12.38% | 13.43% |
| ROIC | 8.88% | 9.47% | 10.23% | 11.10% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 37.35% | 35.26% | 37.52% | 33.94% |
| 净负债比率 | 15.85% | 6.30% | - | - |
| 流动比率 | 3.35 | 3.67 | 3.04 | 3.59 |
| 速动比率 | 2.65 | 3.02 | 2.44 | 3.21 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.32 | 0.36 | 0.39 | 0.44 |
| 应收账款周转率 | 2.56 | 3.20 | 3.10 | 4.84 |
| 存货周转率 | 3.51 | 4.88 | 3.97 | 9.10 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.14 | 1.35 | 1.63 | 2.01 |
| 每股经营现金流 | 1.71 | 2.36 | 2.18 | 4.22 |
| 每股净资产 | 10.69 | 11.82 | 13.20 | 14.96 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 16.27 | 17.69 | 14.62 | 11.89 |
| P/B | 1.74 | 2.02 | 1.81 | 1.60 |
| EV/EBITDA | 11.80 | 12.68 | 9.81 | 6.99 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。