

建议申购:

合理价值区间: 33.25 - 39.90 元

发行价格及数量

发行价格	26.89 元
网下发行数量	2807 万股
网上发行数量	1203 万股

股本结构

总股本 (百万股)	400.1
流通 A 股 (百万股)	40.1
B 股/H 股 (百万股)	0/0

重要日期

网下申购日	2019 年 9 月 25 日
网上申购日	2019 年 9 月 25 日
预计上市日期	

## 科博达: 车灯控制龙头, 全球竞技

### 投资要点:

- **科博达: 深耕车灯控制领域, 全球竞技。**科博达于 2003 年在上海张江高科园区成立, 核心产品覆盖汽车照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统及车载电器与电子等, 与大众集团同步研发合作超过十年, 并已进入戴姆勒、捷豹路虎、福特、宝马、雷诺等全球主流厂商供应链体系, 是非常优质且纯正的汽车电子全球供应商。
- **车灯光源控制逐步智能化, 抬升供应商话语权。**前大灯的智能化控制是未来几年甚至几十年的车灯照明行业方向, 与辅助驾驶技术交相呼应, 改善驾驶员的驾驶体验, 技术要求的提升进一步抬升车灯供应商的话语权。科博达的矩阵式 LED 主光源控制器 LLP 是目前最先进的车灯控制器之一, 已为一汽大众、大众集团量产配套。
- **横向拓展, 发力执行端控制领域。**基于在车灯控制领域的显著优势, 科博达横向拓展产品品类至中小电机控制系统领域, 为上汽大众开发电子燃油泵控制器及空调鼓风机控制器, 均实现批量配套, 为公司贡献核心利润增长点。我们认为未来执行端电子化趋势确定, 叠加控制精度要求不断迭代, 行业进口替代空间广阔。
- **科博达: 未来发展可期。**公司 IPO 计划发行不超过 4010 万股, 募集资金拟投入 6.7 亿元用于 LED 光源控制器、燃油泵控制系统、鼓风机控制系统等主营产品产能扩充, 1.7 亿元用于新能源汽车电子研发中心建设项目。
- **盈利预测与投资建议。**科博达作为国内车灯控制器绝对龙头, 横向拓展电机控制系统、车载电器与电子等领域, 与大众体系深度绑定, 同步研发能力及量产经验充分经过验证。我们预计 2019-2021 年 EPS 为 1.33 元、1.49 元、1.69 元, 考虑公司是国内车灯控制器龙头、客户优质、未来产品横向布局及客户开拓空间广阔, 给予 2019 年 25-30 倍 PE, 合理价值区间为 33.25-39.90 元, 建议申购。
- **风险提示。**汽车行业景气度波动; 照明控制系统客户拓展速度不及预期; 募投项目产能扩充进度不及预期; 单一体系客户依赖度较大。

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

联系人:曹雅倩

Tel:(021)23154145

Email:cyq12265@htsec.com

联系人:郑蕾

Tel:075523617756

Email:zl12742@htsec.com

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2162	2675	3035	3460	4017
(+/-)YoY(%)	33.7%	23.8%	13.5%	14.0%	16.1%
净利润(百万元)	335	483	533	597	675
(+/-)YoY(%)	34.4%	44.4%	10.2%	12.2%	12.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.84	1.21	1.33	1.49	1.69
毛利率(%)	33.3%	35.4%	33.8%	33.1%	32.7%
净资产收益率(%)	23.2%	25.6%	16.2%	16.4%	16.6%

注: 2017 年、2018 年每股经营性现金流、每股收益, 按 IPO 后的总股本摊薄计算。

资料来源: 海通证券研究所

## 目 录

1. 科博达：全球竞技 .....	6
2. 车灯控制：车身电子最核心，高技术壁垒 .....	9
2.1 车灯：智慧头灯抬升供应商话语权 .....	9
2.2 产业链分工及竞争格局 .....	11
3. 科博达：未来发展可期 .....	11
3.1 车灯控制：LED 全产品线覆盖，大力拓展客户 .....	12
3.2 电机控制：电子节气门有望继续贡献增量 .....	13
3.3 车载电器与电子：电磁阀合资背景，高营收增速 .....	14
3.4 新能源车功率模块：核心研发方向 .....	15
4. 盈利预测与投资建议 .....	15
5. 风险提示 .....	16
财务报表分析和预测 .....	17

## 图目录

图 1	科博达汽车电子主营产品.....	6
图 2	HID 主光源控制器.....	6
图 3	LED 主光源控制器.....	6
图 4	LED 辅助光源控制器.....	6
图 5	LED 氛围灯控制器.....	6
图 6	电子燃油泵控制系统.....	7
图 7	空调鼓风机控制系统.....	7
图 8	电磁阀控制器.....	7
图 9	电磁阀执行器.....	7
图 10	科博达核心客户.....	7
图 11	公司营业收入及同比增速.....	8
图 12	公司归母净利润及同比增速.....	8
图 13	科博达 2016-2018 年主营业务构成（百万元）.....	8
图 14	公司毛利率、净利率及期间费用率（%）.....	8
图 15	公司销售、管理（含研发）、研发及财务费用率（%）.....	8
图 16	汽车大灯发展趋势.....	9
图 17	奥迪 Q5 LED 日间行车灯.....	9
图 18	荣威 i6 PLUS LED 日间行车灯.....	9
图 19	奥迪 Q5 LED 尾灯.....	10
图 20	奥迪 Q5 LED 尾灯构成.....	10
图 21	2019 款宝马 X7 氛围灯.....	10
图 22	AFS 系统功能.....	10
图 23	ADB 精确避免干扰行人.....	10
图 24	全球车灯行业市场规模（亿美元）.....	11
图 25	2016 年全球车灯竞争格局.....	11
图 26	LED 头灯核心供应链.....	11
图 27	科博达主光源控制器全球销量及市占率.....	12
图 28	科博达辅助光源控制器全球销量及市占率.....	12
图 29	照明控制系统营业收入构成（万元）.....	12
图 30	照明控制系统毛利率.....	12

图 31	科博达燃油泵控制器全球销量及市占率 .....	13
图 32	科博达鼓风机控制器全球销量及市占率 .....	13
图 33	科博达辅助电动泵.....	14
图 34	科博达辅助电动泵全球销量及市占率.....	14
图 35	车载电子电器业务营收及占销售收入比例 .....	15
图 36	电磁阀控制器营收及占车载电子电器业务营收比例 .....	15

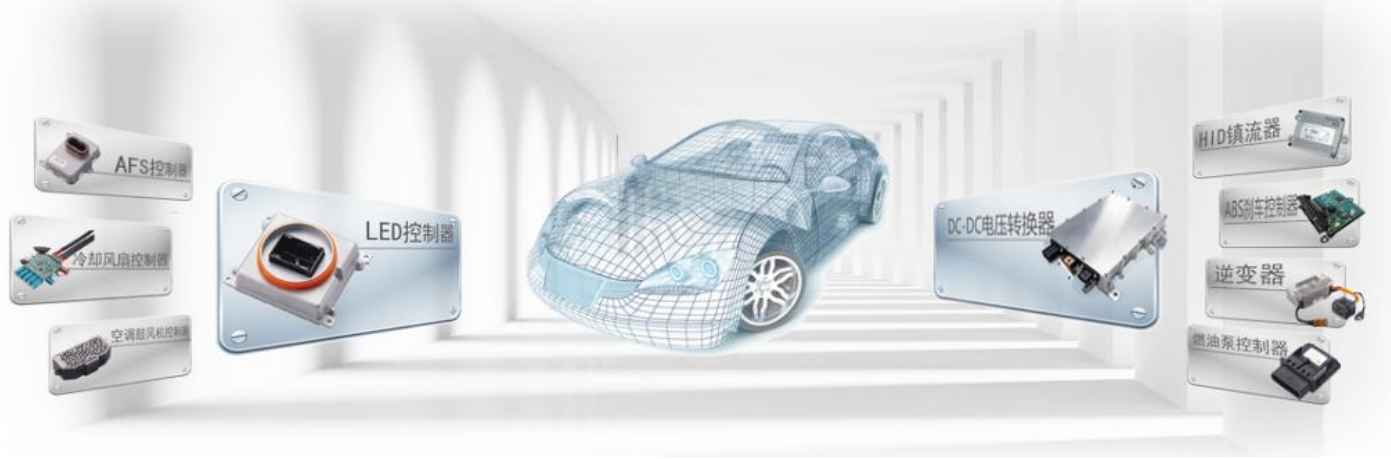
## 表目录

表 1	公司 IPO 募资资金安排 .....	12
表 2	照明控制系统：已取得提名信或协议的在研项目 .....	13
表 3	电机控制系统：已取得提名信或协议的在研项目 .....	14
表 4	车载电子电器：已取得提名信或协议的在研项目 .....	15
表 5	新能源汽车电子研发中心计划研发产品 .....	15
表 6	公司主营收入及毛利率预测 .....	16
表 7	可比公司估值表 .....	16

## 1. 科博达：全球竞技

科博达于 2003 年在上海张江高科园区成立，核心产品覆盖汽车照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统及车载电器与电子等，与大众集团同步研发合作超过十年，并已进入戴姆勒、捷豹路虎、福特、宝马、雷诺等全球主流厂商供应链体系，是非常优质且纯正的汽车电子全球供应商。

图1 科博达汽车电子主营产品



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图2 HID 主光源控制器



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图3 LED 主光源控制器



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图4 LED 辅助光源控制器



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

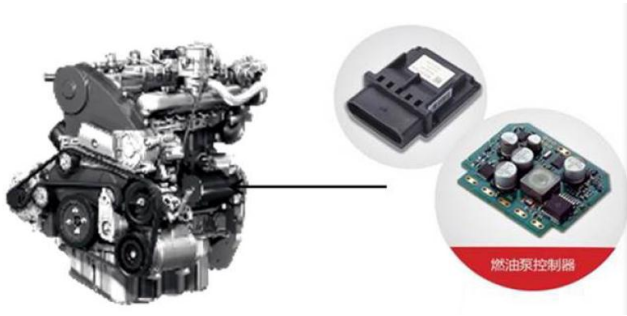
图5 LED 氛围灯控制器



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所



图6 电子燃油泵控制系统



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图7 空调鼓风机控制系统



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图8 电磁阀控制器



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图9 电磁阀执行器



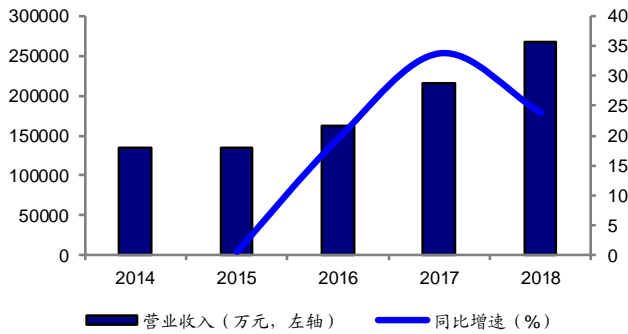
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图10 科博达核心客户

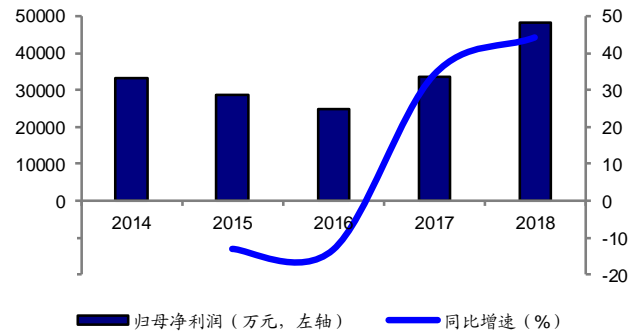


资料来源：公司官网，海通证券研究所

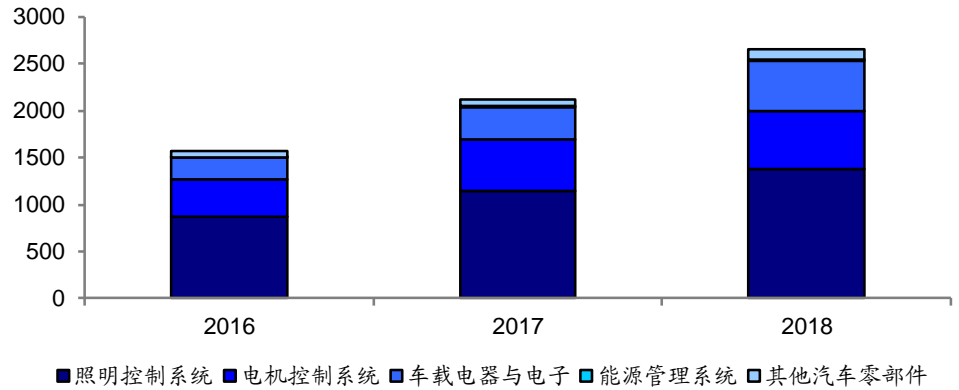
公司 2016-2018 年处于业绩爆发期, 营业收入及归母净利润复合增速分别为 28.6% 及 39.1%, 主要受益于一汽大众及大众集团主光源控制器项目、一汽大众及上汽大众电磁阀项目等处于放量阶段; 其中, 照明控制系统为公司最主营业务, 营收占比持续保持在 50% 以上。

**图11 公司营业收入及同比增速**


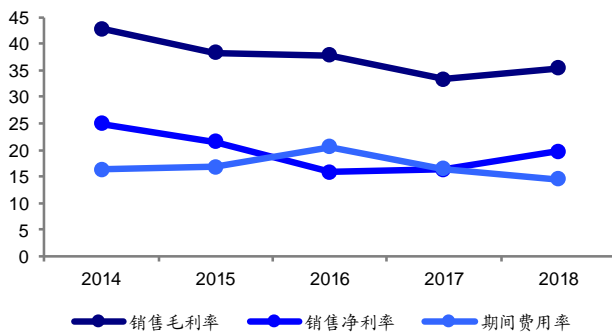
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图12 公司归母净利润及同比增速**


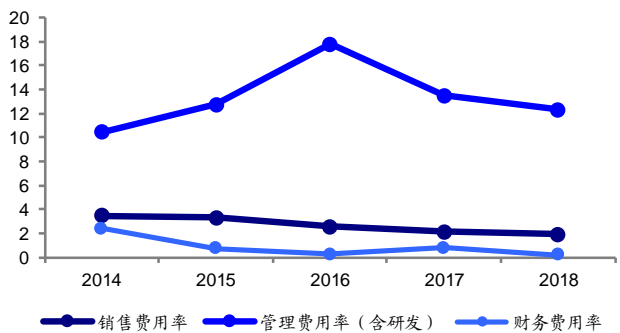
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图13 科博达 2016-2018 年主营业务构成 (百万元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图14 公司毛利率、净利率及期间费用率 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图15 公司销售、管理 (含研发)、研发及财务费用率 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所



## 2. 车灯控制：车身电子最核心，高技术壁垒

### 2.1 车灯：智慧头灯抬升供应商话语权

我们判断前灯模块光源的技术路线迭代经历了卤素、氙气的时代，目前中高端车型逐步过渡至 LED 方案，核心原因在于：1) LED 灯能够在低能耗下提供优质的光通量，2) 多 LED 灯珠的组合能更好地展现个性化设计，3) 单个 LED 灯珠能够独立控制，实现智能照明。

图16 汽车大灯发展趋势



资料来源：Autoevolution，海通证券研究所

前灯模块中 LED 日间行车灯渗透速度明显高于 LED 近光灯/远光灯，很多中低端车型通常采用氙气近/远光灯加 LED 日间行车灯的混合方案。普遍采用白色 LED 光源，主要便于行人或其他驾驶员在日间行驶时判断来车距离及速度，成为车辆的安全配置。目前，瑞典、挪威等北欧国家、加拿大、欧盟地区、中国台湾、日本、新加坡、泰国等多地区均已规定车辆必须配置与发动机连动、行驶时自动开启的日间行车灯。

图17 奥迪 Q5 LED 日间行车灯



资料来源：Audi 官网，海通证券研究所

图18 荣威 i6 PLUS LED 日间行车灯



资料来源：荣威官网，海通证券研究所

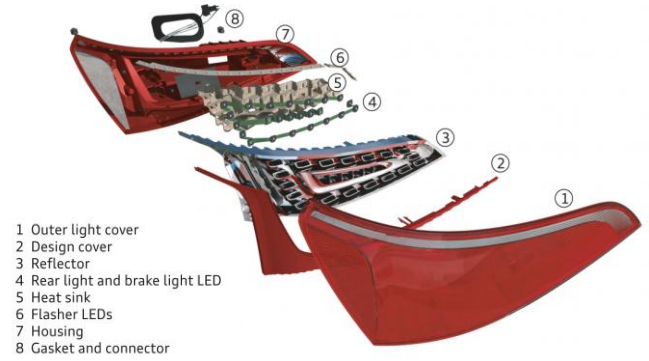
我们认为消费升级、汽车车型配置迭代有望带动 LED 尾灯、车内氛围灯成为下一波渗透行情。目前我们判断汽车尾灯已从单一的转向、刹车等简单信号功能发展成为信号、个性化造型、人性化功能载体，各种造型独特的尾灯成为各整车厂商的个性化标识，光导式 LED 尾灯的引入能够提升车型的个性化和美观度。而多色的氛围灯则能够充分改善车型内部的舒适感和豪华度，有望加速从高端车型向中低端车型渗透。

图19 奥迪 Q5 LED 尾灯



资料来源: Audi 官网, 海通证券研究所

图20 奥迪 Q5 LED 尾灯构成



资料来源: Audi 官网, 海通证券研究所

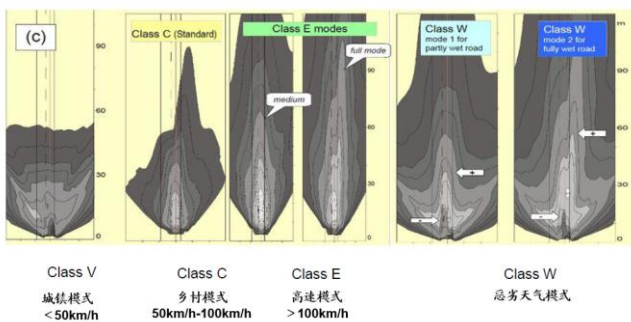
图21 2019 款宝马 X7 氛围灯



资料来源: Caricos., 海通证券研究所

除了车灯光源技术逐步升级的趋势以外, 我们认为大灯的智能化控制更是未来几年甚至几十年的行业方向, 并与辅助驾驶技术交相呼应, 改善驾驶员的驾驶体验。

图22 AFS 系统功能



资料来源: TI, 《Automotive AFS Reference Design》, 海通证券研究所

图23 ADB 精确避免干扰行人



资料来源: Koito 官网, 海通证券研究所

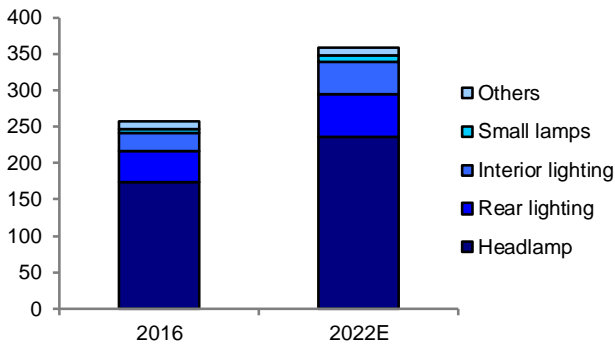
我们认为大灯的多功能化、复杂化、智能化的趋势进一步加强车灯控制供应商的话语权。自适应大灯控制、LED 矩阵大灯控制等新趋势, 需要更多的研发、创新投入与实

验证，车灯控制模块供应商作为创新解决方案的提供者，与整车厂的合作更为紧密。

## 2.2 产业链分工及竞争格局

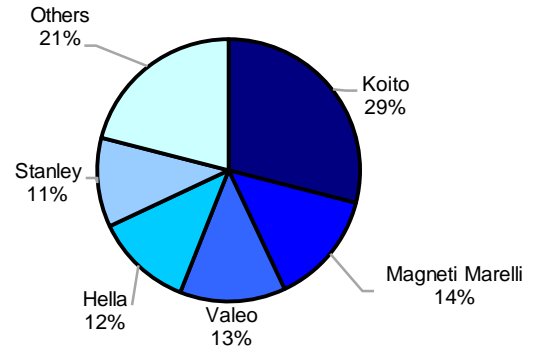
根据 Yole 的预测，车灯模组行业 2016-2022 年市场规模复合增速约 5.7%，其中头灯、尾灯复合增速基本保持在 5% 的水平，而车内灯基数虽小但复合增速超过 10%。虽然总体增速水平不算高，但我们认为内部存在着卤素、氙气、LED、激光等多种技术路线的分化，光源、控制端都存在变革机会。

图24 全球车灯行业市场规模 (亿美元)



资料来源: Yole, 海通证券研究所

图25 2016 年全球车灯竞争格局



资料来源: Yole, 海通证券研究所

图26 LED 头灯核心供应链



资料来源: 海通证券研究所整理

## 3. 科博达: 未来发展可期

公司 IPO 计划发行不超过 4010 万股，募集资金拟投入 6.7 亿元用于 LED 光源控制器、燃油泵控制系统、鼓风机控制系统等主营产品产能扩充，1.7 亿元用于新能源汽车电子研发中心建设项目。

表 1 公司 IPO 募资资金安排

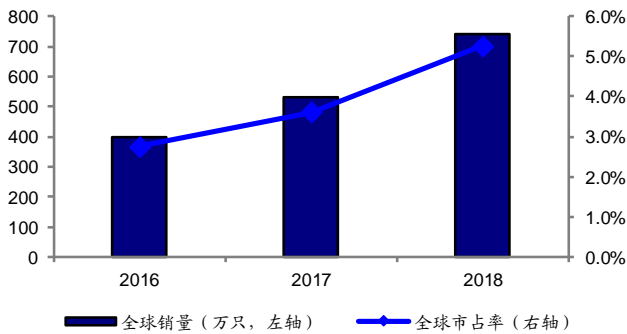
序号	项目名称	总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	建设期
1	浙江科博达工业有限公司主导产品生产基地扩建项目	66970.00	66970.00	48 个月
2	科博达技术股份有限公司新能源汽车电子研发中心建设项目	16998.00	16998.00	51 个月
3	补充营运资金项目	25000.00	18264.90	/
总计		108968.00	102232.90	/

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

### 3.1 车灯控制：LED 全产品线覆盖，大力拓展客户

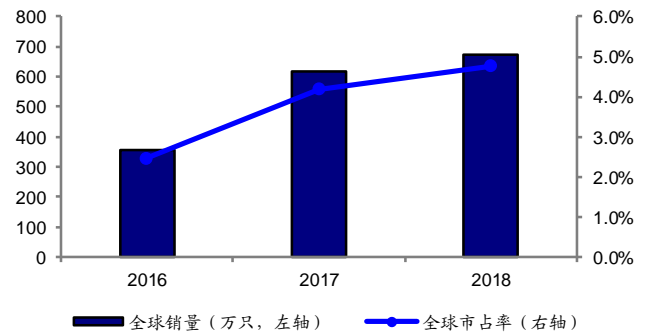
科博达在车灯控制领域积淀深厚，2003 年起与上汽大众合作开发 D1 电子镇流器，2006 年量产。2007 年与奥迪合作开发 D3 电子镇流器，2010 年量产。基于与奥迪公司的良好合作，公司获得了保时捷、宾利、兰博基尼乃至整个大众集团的青睐。公司 2018 年主光源控制器及辅助光源控制器全球市占率分别为 5.26% 及 4.77%。

图 27 科博达主光源控制器全球销量及市占率



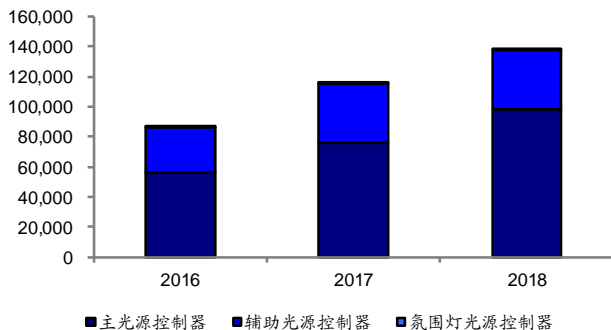
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 28 科博达辅助光源控制器全球销量及市占率



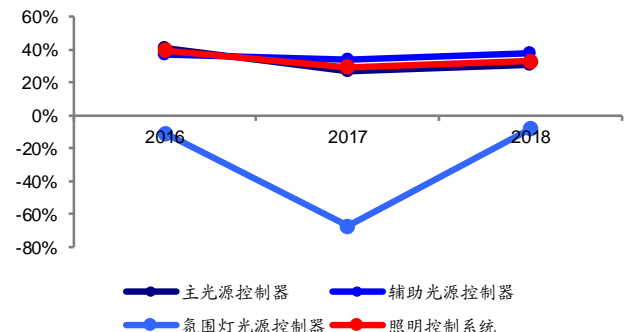
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 29 照明控制系统营业收入构成（万元）



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 30 照明控制系统毛利率



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

基于目前大众体系的稳定供应，以及优秀的同步研发能力，我们认为未来 3-5 年内科博达车灯控制业务仍将贡献主要营收及利润，产品的布局及客户的拓展将成为发展的两大主线。



产品布局方面，目前除了已稳定供应的 LED 主光源控制器和辅助光源控制器，科博达与大众系的合作已延伸至 LED 氛围灯控制器和触摸阅读灯控制器。另外，凭借在 LED 光源控制器的深厚积累，公司于 2018 年初获得宝马 LED 尾灯控制器的提名信，公司预计 2021 年量产，至此实现照明控制系统产品的全类型覆盖。

客户开拓方面，科博达已获得雷诺 LED 主光源控制器的新订单，公司预计 2021 年量产。目前公司还在积极参与东风日产 LED 主光源控制器的招标。我们认为，LED 矩阵大灯控制器代表目前车灯控制领域最先进技术，公司产品率先于大众体系量产优势明显，未来有望继续向其他合资及自主品牌体系渗透。

表 2 照明控制系统：已取得提名信或协议的在研项目

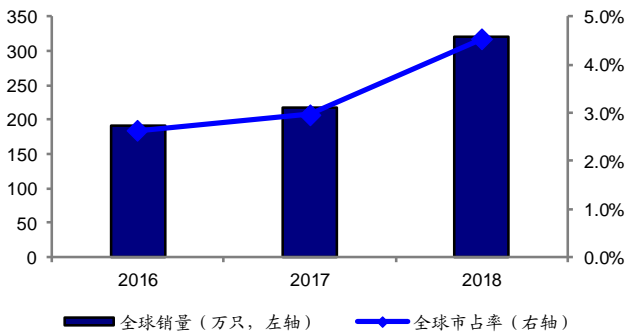
客户名称	产品名称	应用车型
大众集团 (保时捷)	LED 主光源控制器 (LLP G3, LLP MIN2)	保时捷 911、卡宴、麦肯、大众高尔夫、帕萨特、Polo、宾利、兰博基尼等
	LED 辅助光源控制器 (LDM112)	保时捷 911、卡宴、麦肯、大众高尔夫、帕萨特、Polo、宾利、兰博基尼等
上汽大众	LED 氛围灯控制器 (RGB)	斯柯达明锐、途昂 (改款车型) 等
	触摸阅读灯控制器 (RLT110/110A)	斯柯达明锐、途岳电动版
一汽大众	LED 氛围灯控制器 (RGB)	奥迪 Q2、奥迪 Q2BEV、探歌、速腾、迈腾、高尔夫 A8 等
雷诺	主光源控制器 (LDU)	预计 2021 年量产
宝马	LED 尾灯控制器 (RLM)	预计 2021 年量产

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

### 3.2 电机控制：电子节气门有望继续贡献增量

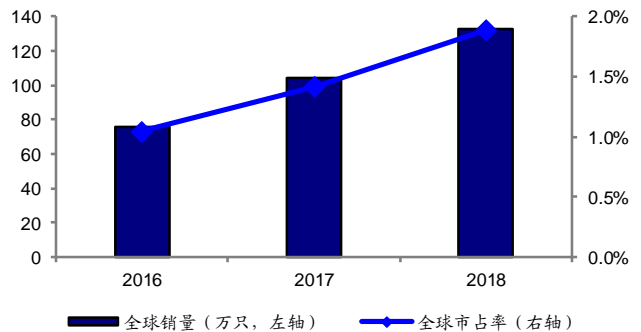
基于在车灯控制领域的显著优势，科博达横向拓展产品品类至中小电机控制系统领域，2010 年开始为上汽大众开发空调鼓风机控制器，2015 年为上汽大众开发电子燃油泵控制器，均实现批量配套，为公司贡献核心利润增长点。商用车辅助电动泵也已批量配套康明斯、潍柴动力等重卡行业龙头。我们认为未来执行端电子化趋势确定，叠加控制精度要求不断迭代，行业进口替代空间广阔。

图31 科博达燃油泵控制器全球销量及市占率



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

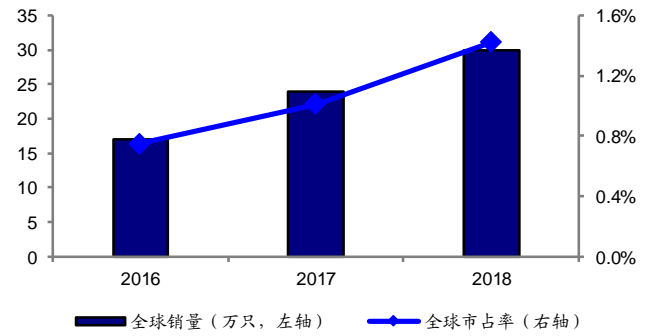
图32 科博达鼓风机控制器全球销量及市占率



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

**图33 科博达辅助电动泵**


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

**图34 科博达辅助电动泵全球销量及市占率**


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

公司计划在电机控制方面继续拓展产品品类，目前已获得东风轻发、东风康明斯、东风朝柴、潍柴动力及吉利的电子节气门提名信，且处于 PSA、神龙的电子节气门等产品的招标阶段，计划新增 400 万套电子节气门产能，逐步爬坡供应客户需求；除此之外，公司已获得福特的主动进气格栅系统（AGS）项目，已于 2019 年 4 月底实现量产。

**表 3 电机控制系统：已取得提名信或协议的在研项目**

客户名称	产品名称	应用车型
一汽轿车	燃油泵控制系统（FPC213）	攀途等
江苏超力电器	冷却风扇控制器（PWM）	宝沃 BX7/BX6/BX5 等
东风轻发	电子节气门（IAT）	2.3 升至 15 升各机型
东风康明斯发动机	电子节气门（IAT）	2.3 升至 15 升各机型
广西玉柴集团	电子节气门（IAT）	2.3 升至 15 升各机型
东风朝柴动力	电子节气门（IAT）	2.3 升至 15 升各机型
潍柴动力	电子节气门（IAT）	2.3 升至 15 升各机型
	SCR 尿素喷射器	2.3 升至 15 升各机型
吉利汽车	电子节气门（ETC）	1.0 升至 3.5 升各机型
	变排量机油泵	1.0 升至 14 升各机型

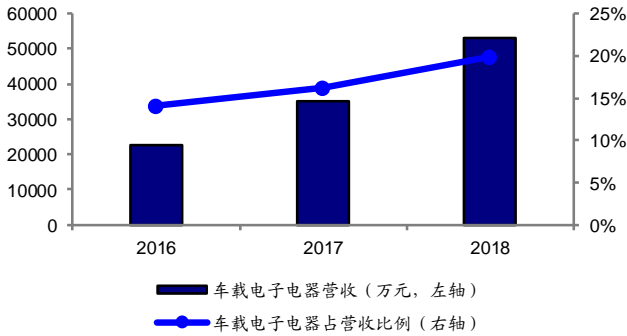
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

### 3.3 车载电器与电子：电磁阀合资背景，高营收增速

公司车载电子电器产品品类丰富，包括点烟器、洗涤器、预热器等汽车电器、电磁阀控制器及执行器以及 USB 等，2016-2018 年营收复合增速超过 50%；其中电磁阀控制器营业收入逐年攀升，占车载电子电器业务比例从 2016 年的 4.4% 快速提升至 54.5%，为营收贡献核心增量。

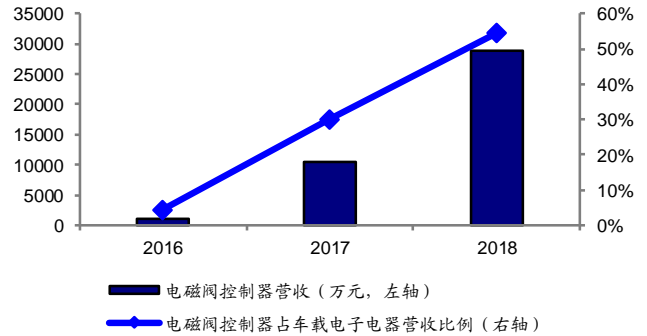
公司电磁阀业务主要由与 MSG 成立的合资公司嘉兴科奥开展，结合公司在国内市场的客户资源、销售渠道和网络以及 MSG 公司在电磁阀类产品的先进技术，目前已量产配套一汽大众及上汽大众。

图35 车载电子电器业务营收及占销售收入比例



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图36 电磁阀控制器营收及占车载电子电器业务营收比例



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 4 车载电子电器：已取得提名信或协议的在研项目

客户名称	产品名称	功能
上汽大众	USB 充电器	给车内电器提供 5V 充电电压，并用于 USB 通讯

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

### 3.4 新能源车功率模块：核心研发方向

科博达募投项目中新能源汽车电子研发中心全力围绕 48V DC/DC、逆变器及纯电动 DC/DC、OBC 等车载功率模块，致力于提升新能源汽车功率电子开发能力，把握行业前瞻方向。

根据公司招股书，目前公司已拥有较丰富的混动车型 DC/DC 产品合作开发经验，已研发成功并通过客户认可，并开始小批量试装。公司与大众集团、戴姆勒同步开发，预研高压 DC/DC 转换器，未来面向大众新能源车型及戴姆勒 MFA II 平台新能源车型。

表 5 新能源汽车电子研发中心计划研发产品

序号	研发产品	功率等级
1	双向 48V DC/DC 变换器	2kW/3kW
	双向高压 DC/DC 变换器	1kW/2kW/3kW
2	48V 逆变器	/
3	车载 OBC	3.6kW/7.2kW/11kW

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

科博达作为国内车灯控制器绝对龙头，横向拓展电机控制系统、车载电器与电子等领域，与大众体系深度绑定，同步研发能力及量产经验充分经过验证。我们认为公司技术实力在国内属第一梯队，车灯控制领域产品全球领先，电机控制系统、车载电器与电子业务进一步有望自主替代，新能源功率模块方面小有积淀，新产品研发布局叠加客户拓展，为公司成长提供核心支撑。



表 6 公司主营收入及毛利率预测

		2018	2019E	2020E	2021E
照明控制系统	营收（万元）	138370	153071	168626	194253
	同比增速	20.28%	10.62%	10.16%	15.20%
	毛利率	32.74%	29.23%	28.14%	27.94%
电机控制系统	营收（万元）	60902	61709	77060	95699
	同比增速	12.55%	1.33%	24.88%	24.19%
	毛利率	36.73%	36.50%	36.00%	36.00%
车载电器与电子	营收（万元）	53098	69973	77452	83558
	同比增速	51.96%	31.78%	10.69%	7.88%
	毛利率	38.41%	40.00%	40.00%	40.00%
能源管理系统	营收（万元）	1453	2905	4358	6537
	同比增速	182.75%	100.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	-10.72%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，海通证券研究所

我们预计 2019-2021 年 EPS 为 1.33 元、1.49 元、1.69 元，考虑公司是国内车灯控制器龙头、客户优质、未来产品横向布局及客户开拓空间广阔，给予 2019 年 25-30 倍 PE，合理价值区间为 33.25-39.90 元，建议申购。

表 7 可比公司估值表

股票代码	公司简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002920.SZ	德赛西威	0.76	0.63	0.80	30	36	28
601799.SH	星宇股份	2.21	2.81	3.53	34	27	21
601689.SH	拓普集团	1.37	0.55	0.67	8	21	17
平均值		1.45	1.33	1.67	24	28	22

注：收盘价为 2019 年 9 月 3 日价格，EPS 为 wind 一致预期  
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、汽车行业景气度波动；
- 2、照明控制系统客户拓展速度不及预期；
- 3、募投项目产能扩充进度不及预期；
- 4、单一体系客户依赖度较大。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2675</b>	<b>3035</b>	<b>3460</b>	<b>4017</b>
每股收益	1.21	1.33	1.49	1.69	营业成本	1729	2008	2315	2703
每股净资产	4.71	8.22	9.11	10.15	毛利率%	35.4%	33.8%	33.1%	32.7%
每股经营现金流	0.93	1.29	1.36	1.37	营业税金及附加	9	10	12	14
每股股利	0.49	0.55	0.60	0.65	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	51	59	67	78
P/E	22.27	20.20	18.01	15.94	营业费用率%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%
P/B	5.70	3.27	2.95	2.65	管理费用	160	182	211	244
P/S	3.62	3.54	3.11	2.68	管理费用率%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%
EV/EBITDA	15.38	14.32	12.81	11.06	EBIT	556	582	635	723
股息率%	<b>1.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.4%</b>	财务费用	6	-11	-33	-37
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.2%	-0.4%	-1.0%	-0.9%
毛利率	35.4%	33.8%	33.1%	32.7%	资产减值损失	18	6	8	13
净利润率	18.1%	17.5%	17.3%	16.8%	投资收益	47	52	57	63
净资产收益率	25.6%	16.2%	16.4%	16.6%	<b>营业利润</b>	<b>597</b>	<b>659</b>	<b>739</b>	<b>834</b>
资产回报率	17.6%	13.5%	13.5%	13.5%	营业外收支	1	1	1	2
投资回报率	24.5%	23.7%	23.2%	23.0%	<b>利润总额</b>	<b>598</b>	<b>660</b>	<b>740</b>	<b>836</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	632	664	729	834
营业收入增长率	23.8%	13.5%	14.0%	16.1%	所得税	70	78	88	99
EBIT 增长率	50.6%	4.8%	9.0%	14.0%	有效所得税率%	11.8%	11.9%	11.8%	11.8%
净利润增长率	44.4%	10.2%	12.2%	12.9%	少数股东损益	44	49	55	62
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>483</b>	<b>533</b>	<b>597</b>	<b>675</b>
资产负债率	28.3%	13.6%	13.7%	14.0%					
流动比率	2.5	6.1	6.0	5.8	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	1.5	4.4	4.4	4.2	货币资金	281	1255	1423	1534
现金比率	0.4	2.6	2.6	2.4	应收账款及应收票据	808	866	985	1144
<b>经营效率指标</b>					存货	693	798	888	1049
应收账款周转天数	103.6	104.1	103.9	104.0	其它流动资产	30	39	43	47
存货周转天数	124.7	145.0	140.0	141.7	流动资产合计	1812	2958	3340	3775
总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.8	长期股权投资	161	191	221	251
固定资产周转率	5.2	5.3	5.7	5.8	固定资产	559	581	642	736
					在建工程	45	55	65	75
					无形资产	108	109	110	110
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	非流动资产合计	937	1000	1101	1236
净利润	483	533	597	675	<b>资产总计</b>	<b>2748</b>	<b>3958</b>	<b>4441</b>	<b>5010</b>
少数股东损益	44	49	55	62	短期借款	310	0	0	0
非现金支出	76	88	102	123	应付票据及应付账款	289	339	387	454
非经营收益	-42	-46	-59	-66	预收账款	2	2	2	2
营运资金变动	-190	-110	-151	-245	其它流动负债	128	147	169	195
<b>经营活动现金流</b>	<b>372</b>	<b>514</b>	<b>544</b>	<b>550</b>	流动负债合计	729	488	558	651
资产	-176	-113	-163	-213	长期借款	0	0	0	0
投资	0	-30	-30	-30	其它长期负债	49	49	49	49
其他	14	52	57	63	非流动负债合计	49	49	49	49
<b>投资活动现金流</b>	<b>-163</b>	<b>-91</b>	<b>-136</b>	<b>-180</b>	<b>负债总计</b>	<b>778</b>	<b>537</b>	<b>607</b>	<b>700</b>
债权募资	-20	-310	0	0	实收资本	360	400	400	400
股权募资	6	1090	0	0	普通股股东权益	1886	3288	3646	4060
其他	-117	-229	-240	-260	少数股东权益	84	133	188	250
<b>融资活动现金流</b>	<b>-131</b>	<b>551</b>	<b>-240</b>	<b>-260</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2748</b>	<b>3958</b>	<b>4441</b>	<b>5010</b>
<b>现金净流量</b>	<b>78</b>	<b>974</b>	<b>168</b>	<b>110</b>					

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

王猛 汽车行业  
杜威 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 长城汽车,拓普集团,福耀玻璃,星宇股份,宁波高发,上汽集团,广汽集团,精锻科技,爱柯迪,旭升股份,吉利汽车,广汽汽车

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
联系人  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭宏实(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
吴佳桢 0755-82900465 wjz11852@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
联系人  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈(010)50949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜飞 df12021@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金垚 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com