



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.74
总股本/流通股本(亿股)	2.40 / 2.40
总市值/流通市值(亿元)	31 / 31
52周内最高/最低价	17.80 / 8.11
资产负债率(%)	59.8%
市盈率	39.81
第一大股东	浙江正裕投资有限公司

研究所

分析师: 苏千叶
SAC 登记编号: S1340525110004
Email: suqianye@cnpsec.com
分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

正裕工业(603089)

数十年精耕减震器领域，产能扩张助力营收增长

● 投资要点

汽车减震器领域佼佼者，产能扩张业务协同拓展。正裕工业深耕汽车减震器领域近三十年，已形成以汽车悬架系统减震器(为核心)、发动机密封件(高毛利)与汽车橡胶减震产品(扭亏为盈成新增长极)协同的业务格局，当前正通过泰国基地投产、国内正裕智造园二期建设扩张产能，推进高端减震器技术研发与新能源车企供应链绑定，同时依托全球化布局提升海外市场份额(2025H1 占比 86.5%)，持续推进进口替代与业绩增长。

● 减震器行业快速增长，发动机密封件以高毛利高增速成新增长极。

作为营收占比超 70% 的减震器业务，是悬挂系统的核心部件，主要客户为天纳克(ZF)集团墨西哥 GOVI，美国 AutoZone 等。公司减震器毛利率稳定，中国减震器 2025 第三季度出口量达到 9.94 亿千克，出口金额 294.60 亿元人民币，分别同比增长了 18.67% 和 12.5%，需求端旺盛。发动机密封件 2024 营收 4.25 亿元，2019-2024 年 CAGR 达到了 12.77%，营收规模在该行业中排名第四，该产品毛利率逐步提高，2024 年毛利率达到了 39.73%，成为新的业绩增长点。

● 全球汽车保有量稳步增长，正裕工业同步扩张产能。

全球汽车保有量预计持续增长，核心增长动力为中国、印度等新兴国家市场的发展，2024 年全球汽车保有量达到了 14.75 亿辆，2020-2024 年 CAGR 为 0.35%。国内市场汽车产量居全球第一，2024 年中国汽车产量达到了 3126.22 万辆，2020-2024 年 CAGR 为 6.26%，增长潜力大。近年公司多次进行产能扩张，其 2024 年产量达到了 2061 万只，预计 2029 年产能达到 4100 万只。

● 盈利预测与评级

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 27.1/34.6/41.1 亿元，归母净利润分别为 1.4/1.6/1.9 亿元，三年归母净利润 CAGR 为 39.7%，以当前总股本 2.4 亿股计算的摊薄 EPS 为 0.58/0.68/0.81 元。公司股价对 2025-2027 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 22/19/16 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

原材料价格波动风险，关税政策变动风险，需求不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2303	2705	3456	4108
增长率(%)	30.98	17.46	27.76	18.87
EBITDA（百万元）	293.38	399.38	469.06	551.36
归属母公司净利润（百万元）	71.46	138.86	162.32	194.95
增长率(%)	21.39	94.30	16.90	20.10
EPS(元/股)	0.30	0.58	0.68	0.81
市盈率（P/E）	42.79	22.02	18.84	15.69
市净率（P/B）	2.48	2.28	2.10	1.93
EV/EBITDA	9.82	9.82	8.64	7.50

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1	中国汽车减震器行业龙头企业，国内国际双循环互促增长.....	5
1.1	深耕减震器领域三十余载：核心产品突出，种类丰富.....	5
1.2	业绩增长显著，海外市场占据主导.....	7
2	悬架系统减震器稳健增长，售后市场规模前景广阔.....	9
2.1	全球汽车市场稳步增长，国内汽车市场发展空前广阔.....	9
2.2	市场空间广阔，公司产能扩展.....	12
3	发动机密封件营收稳定；橡胶减震器产品扭亏为盈，增速快.....	14
3.1	发动机密封件优化产品结构，为入局新能源赛道增码.....	14
3.2	橡胶产品扭亏为盈，有望成为公司新的业绩增长点.....	15
4	盈利预测与投资评级.....	16
4.1	核心假设.....	16
4.2	主要财务数据预测.....	16
4.3	估值与评级.....	17
5	风险提示.....	17

图表目录

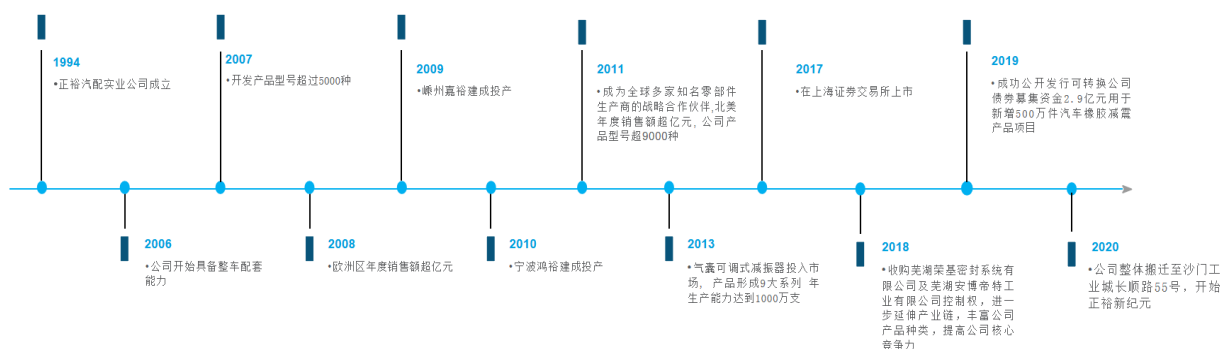
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司主要产品.....	6
图表 3: 公司股权结构.....	7
图表 4: 公司主要管理层介绍.....	7
图表 5: 营业收入（亿元）及增速.....	8
图表 6: 归母净利润（亿元，不含 25 年土地处置收益）及增速.....	8
图表 7: 销售毛利率及销售净利率.....	8
图表 8: 公司费用率.....	8
图表 9: 营收构成（亿元）-按产品类别.....	9
图表 10: 毛利率-按产品类别.....	9
图表 11: 营收构成（亿元）-按地区类别.....	9
图表 12: 毛利率-按地区类别.....	9
图表 13: 全球汽车保有量（万辆）及增速.....	10
图表 14: 中国汽车产量.....	10
图表 15: 中国汽车产量在全球占比.....	10
图表 16: 中国汽车保有量.....	11
图表 17: 2020 年全球主要国家千人汽车拥有量.....	11
图表 18: 公司主要竞争对手.....	11
图表 19: 减震器用途示意图.....	11
图表 20: 公司减震器 9 大系列产品.....	11
图表 21: 正裕工业主要客户.....	12
图表 22: 全球汽车阻尼器和减震器市场收入预测.....	12
图表 23: 我国汽车减震器类产品出口量（亿千克）.....	13
图表 24: 我国汽车减震器类产品出口额（亿元人民币）.....	13
图表 25: 悬架系统减震器设计产能（万支）及增速.....	13
图表 26: 悬架系统减震器实际产销量（万支）及增速.....	13
图表 27: 汽车悬架系统减震器营收（亿元）及增速.....	14
图表 28: 汽车悬架系统减震器毛利率.....	14
图表 29: 2024 年国内汽车密封件公司营收排名.....	14
图表 30: 发动机密封件营收（亿元）及增速.....	15
图表 31: 发动机密封件毛利率.....	15
图表 32: 橡胶减震器产品营收（亿元）及毛利率.....	16
图表 33: 收入分业务假设（单位：百万元）.....	16
图表 34: 估值与评级（收盘价和 EPS 单位：元/每股）.....	17

1 中国汽车减震器行业龙头企业，国内国际双循环互促增长

1.1 深耕减震器领域三十余载：核心产品突出，种类丰富

中国汽车减震器行业龙头，国家级专精特新“小巨人”企业。浙江正裕工业股份有限公司（简称“正裕工业”）成立于1994年，前身是正裕汽配实业公司。正裕工业是国内最早从事汽车悬架系统减震器生产的企业之一，具有近三十年的汽车悬架系统减震器的业务历史。2006年，公司通过自主研发，具备了整车配套能力；2017年成功在上海证券交易所上市；2018年公司收购芜湖荣基和芜湖安博帝特，进一步延伸产业链，丰富公司产品种类，提高公司核心竞争力；2019年成功公开发行可转换公司债券募集资金2.9亿元用于新增500万件汽车橡胶减震产品项目，该项目目前是公司主营业务之一。

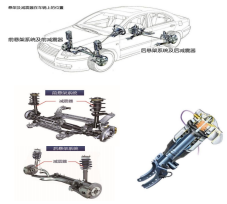
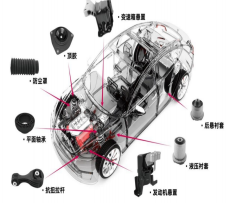
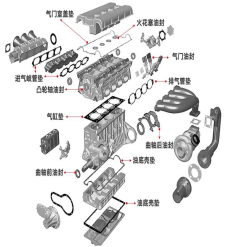
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

核心产品，种类丰富，适配售后市场。公司深耕市场三十多年，拥有丰富产品的种类和型号，具备了多品种、多系列产品的规模化供应能力，目前公司的核心产品分别是汽车悬架系统减震器、汽车橡胶减震产品和发动机密封，各系列产品可适配全球大多数车型，能够满足客户多品种、小批量、多批次，“一站式”采购需求。

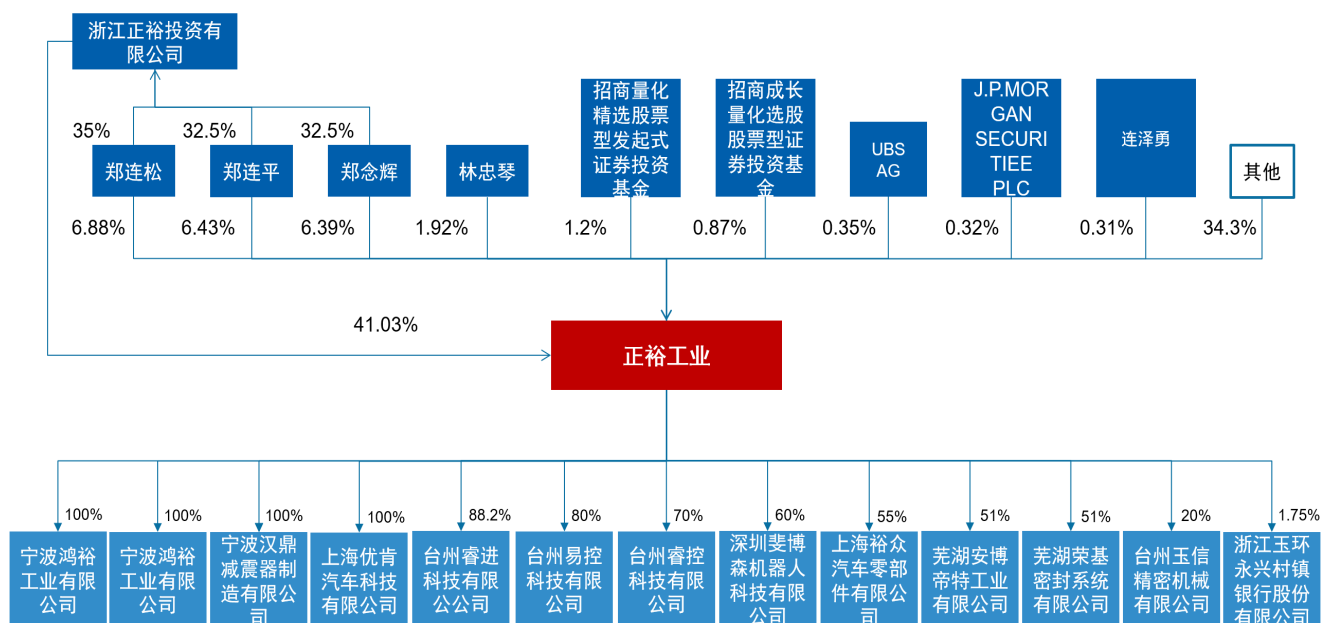
图表2：公司主要产品

主要产品	产品介绍	应用领域	产品示意图
汽车悬架系统减震器	悬架系统减震器是汽车悬架系统的核心部件，涉及到车辆的综合性能，特别是安全性和舒适性，包括新能源汽车在内的绝大多数汽车的悬架系统内都需装配有减震器。	主要应用于汽车悬架系统。	
汽车橡胶减震产品	橡胶减震产品属于汽车 NVH 零部件。从产品类别来看，橡胶减震产品通常包括动力总成悬置、变速箱悬置、动力吸震器、排气吊耳、后置衬套、液压衬套、悬架衬套和支撑、控制臂衬套、拉杆衬套、缓冲块等，其中动力总成悬置为最典型的橡胶减震产品。公司目前产品主要为悬置、顶胶、衬套、防尘罩等。	广泛分布于汽车的各个部位。	
发动机密封件	发动机密封件是发动机在运行过程中，对维持发动机正常工作的油品、冷却液、气体等物质进行密封，防止发动机内高温高压介质泄露的关键零部件。发动机密封件主要包括汽缸垫、排气管垫、油底壳垫、气门室盖垫、进气歧管垫、增压器垫、油封等。	应用于汽车发动机系统中，是其重要的零部件。	

资料来源：公司年报，中邮证券研究所

股权结构清晰，份额较为集中。浙江正裕投资有限公司持有公司 41.03%的股权，为公司控股股东。郑连松、郑连平、郑念辉三兄弟合计持有正裕投资 100%股权，并分别直接持有公司 6.88%、6.43%、6.39%股权，为正裕工业的实际控制人，郑念辉为公司董事长。截至 2025 年 11 月 18 日，实际控制人郑氏三兄弟直接或间接持有公司 60.73%股权。

图表3：公司股权结构



资料来源：Wind，中邮证券研究所

管理层团队结构稳定，产业经验丰富。董事长具有近 30 年的产业经验，其余高级管理人员同样具备丰富的管理经验。最近两年内公司董事、监事、高级管理人员未发生重大不利变化，管理团队人员结构较为稳定。

图表4：公司主要管理层介绍

姓名	职位	履历
郑念辉	董事长、总经理	曾任公司监事、总经理；现任公司董事、正裕投资执行董事、宁波鸿裕董事、正裕美国公司董事长。
郑连平	董事	曾任公司监事、总经理；现任公司董事、正裕投资执行董事、宁波鸿裕董事、正裕美国公司董事长。
陈灵辉	董事、董事会秘书	2003 年 1 月至今在公司任职，曾任公司主办会计、财务中心核算部副经理、证券事务代表、财务总监助理、财务总监、玉环元豪贸易有限公司监事等职；现任公司董事、董事会秘书。
王筠	财务总监、副总经理、董事	2015 年 7 月至今在公司任职，历任内审专员、财务总监助理职务。现任公司董事、副总经理兼财务总监。

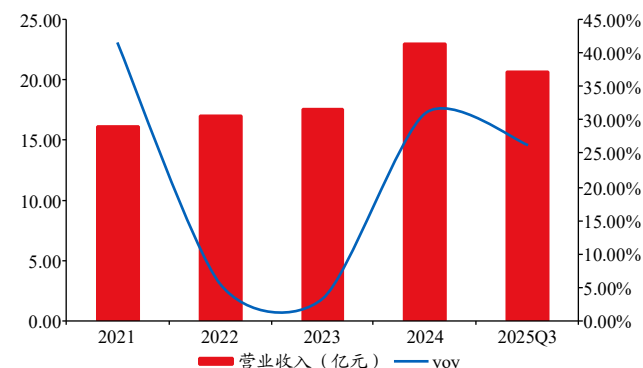
资料来源：公司年报，中邮证券研究所

1.2 业绩增长显著，海外市场占据主导

产能释放，业绩增长显著。2021 年，受益于下游市场需求增长以及公司产能逐步释放，营收由 11.38 亿元增长至 16.11 亿元，同比+41.57%；归母净利润因上年同期公司土地房屋征收非经常性收益事项导致大幅下降，由 1.1 亿元降至 0.63 亿元，同比-42.99%。2021-2024 年，随着汽车市场复苏，产销量稳步增长，公司逐步延长产业链，优化产业结构，提升产能，扩大业务规模，营收由 16.11 亿元增长至 23.03 亿元，CAGR 达到 12.66%，其中 2024 年营收同比+30.98%。2025Q3 实现营收 20.72 亿元，同比+26.34%；因公司产能不断释放，产销规模持续

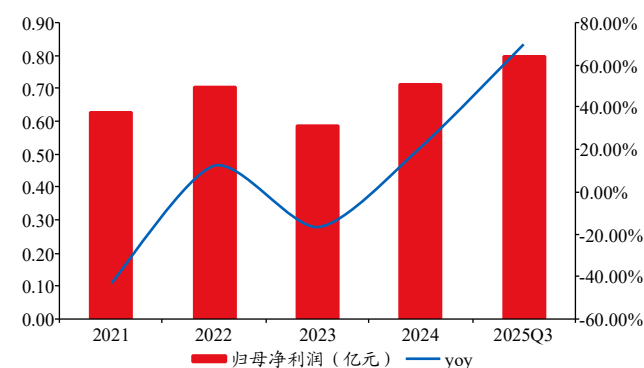
增长，归母净利润达到 0.88 亿元（其中扣剔除土地处置收益 4409.75 万元）同比增长达到 70.21%。

图表5：营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

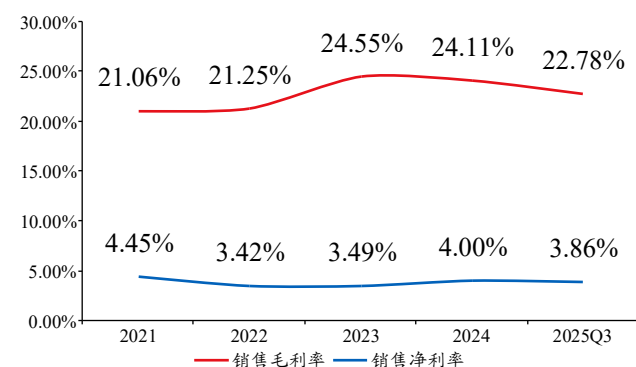
图表6：归母净利润（亿元，不含 25 年土地处置收益）及增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

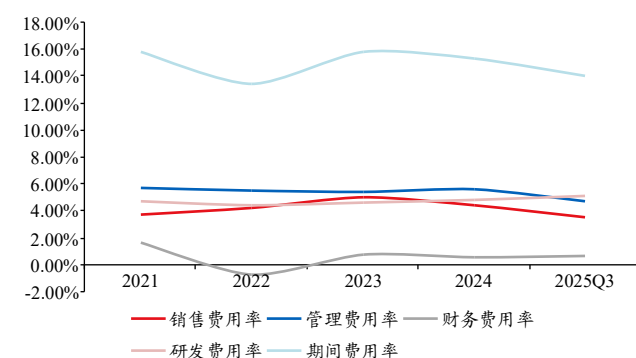
降本增效，净利率维稳。公司通过加强运营管理，实现降本增效。2024/2025Q1-Q3，公司销售毛利率为 24.11%/22.78%，同比-0.44pct/-1.49pct；销售净利率为 4%/3.86%（其中 2025Q1-Q3 剔除土地处置收益），同比+0.51pct/+1.42pct。2025Q3 期间费用率为 13.26%，同比-2.53pct；其中销售/管理/研发/财务费用率同比-0.87pct/-0.95pct/+0.42pct/-0.35pct。

图表7：销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

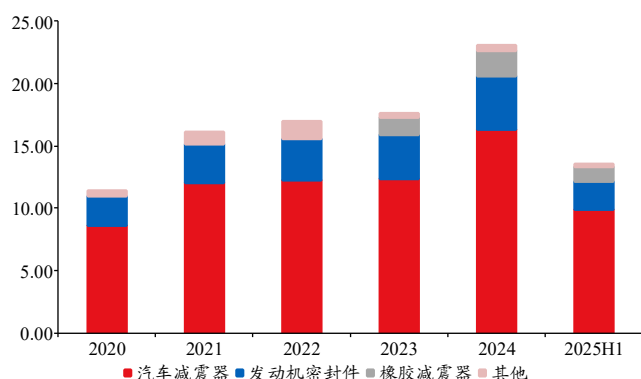
图表8：公司费用率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

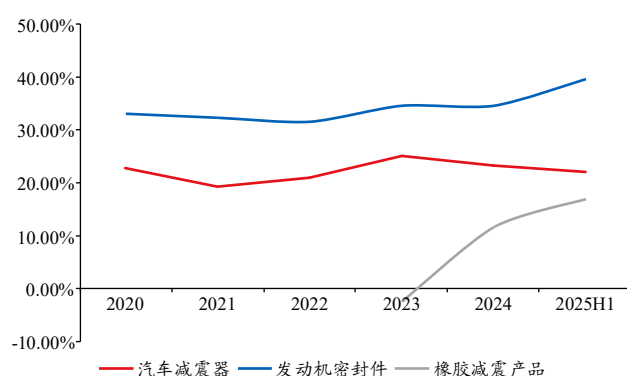
汽车减震器为主要营收来源。按产品类别来看营收构成，公司的主要营收来源为汽车减震器，近五年的营收占比均维持在 70%以上，2025 年上半年收入占比达到 73.53%。得益于汽车市场整体的发展，发动机密封件的营收逐年增长，但因公司产品结构优化，占比略有下降，2025 年上半年占比 16.22%，较上年同期-3.65pct。橡胶减震器业务，发展稳定，2024 年营收占比较上年+1.17pct。从主营业务毛利率来看，发动机密封件毛利率始终维持高位并持续提升；汽车减震器毛利率维持稳定，橡胶减震产品毛利率转正并提升。

图表9：营收构成（亿元）-按产品类别



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

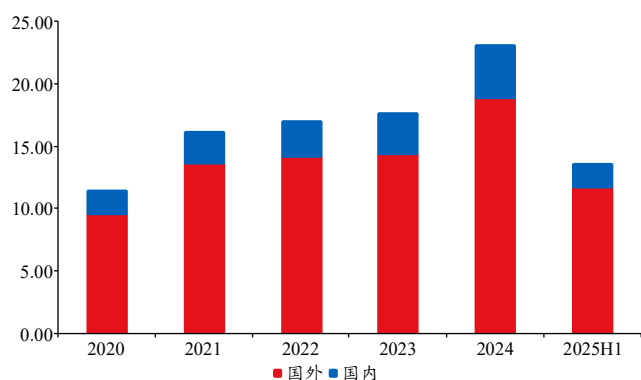
图表10：毛利率-按产品类别



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

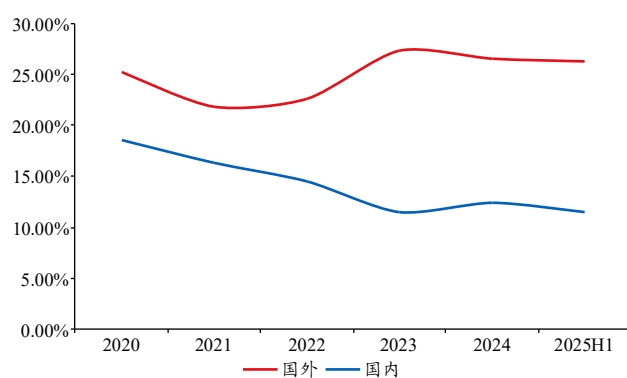
深耕海外售后市场，超八成收入来自海外。2025H1 公司收入有 86.5% 来自于海外，且海外毛利率为 26.27%，显著高于国内的 11.48%。

图表11：营收构成（亿元）-按地区类别



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表12：毛利率-按地区类别



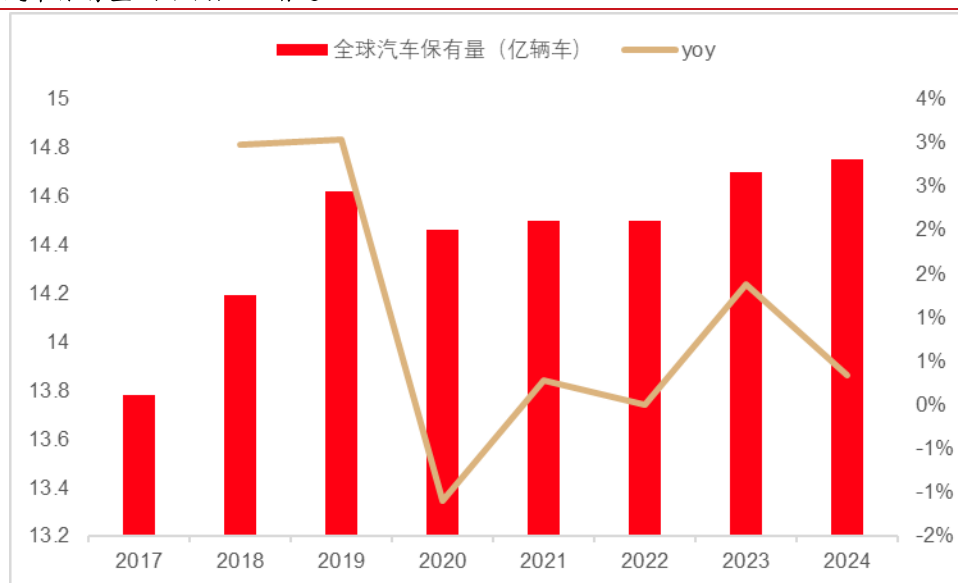
资料来源：公司年报，中邮证券研究所

2 悬架系统减震器稳健增长，售后市场规模前景广阔

2.1 全球汽车市场稳步增长，国内汽车市场发展空前广阔

全球汽车保有将呈持续增长态势，当前新兴市场的发展是汽车保有量增长的核心增长动力，像中国、印度、埃及等国家，其千人汽车保有量远低于欧美水平，随着经济发展和城镇化推进，预计全球汽车保有量将会继续增长，2020 年因疫情影响汽车市场受到冲击。2021 年以来全球汽车市场呈现恢复态势。2021 年全球汽车保有量为 14.5 亿辆，2024 年为 14.75 亿辆，CAGR 为 0.35%。

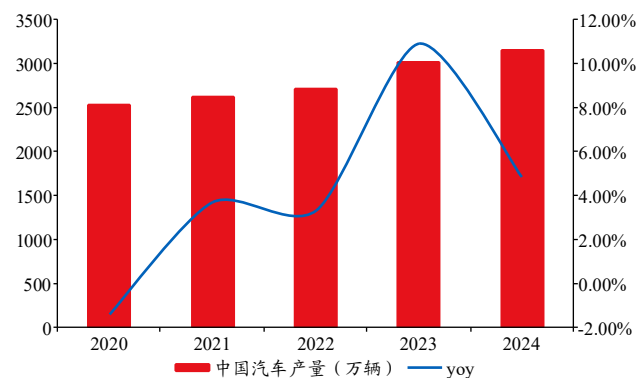
图表13：全球汽车保有量（万辆）及增速



资料来源：Hedgescompany, OCIA, 中邮证券研究所

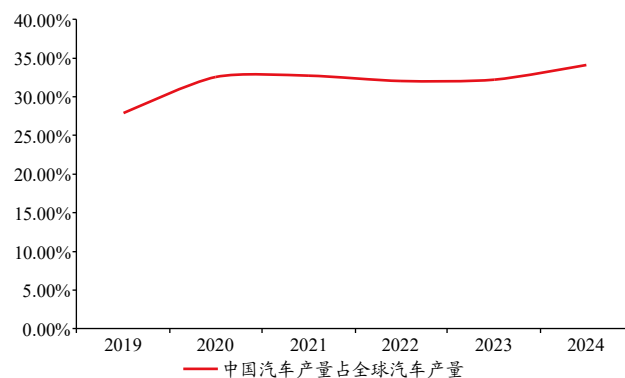
中国汽车市场产量稳居全球第一，发展潜力大。中国汽车市场近年来持续增长，产量连续 16 年稳居全球第一。2020 年中国汽车行业全年产量达到 2532.49 万辆与 2019 年全年相比下滑 1.37%，整体也受到宏观经济影响，略有下滑，但相较于全球市场的下滑程度，国内市场较为平稳。与此同时，在全球市场低迷的状态下，中国市场的产量仍然稳居全球第一，占比超过 30%。2021 年-2024 年中国汽车市场发展稳定，产量由 2605.72 万辆增长至 3126.22 万辆，CAGR 为 6.26%。

图表14：中国汽车产量



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

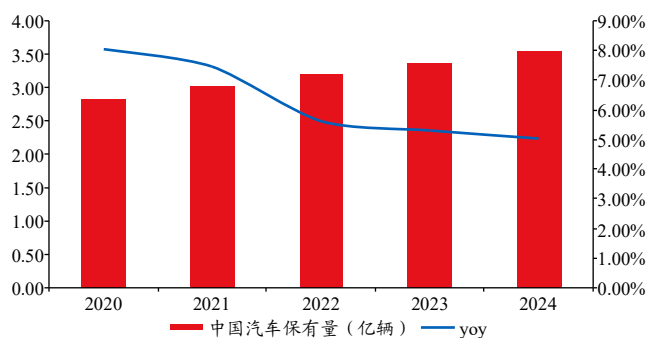
图表15：中国汽车产量在全球占比



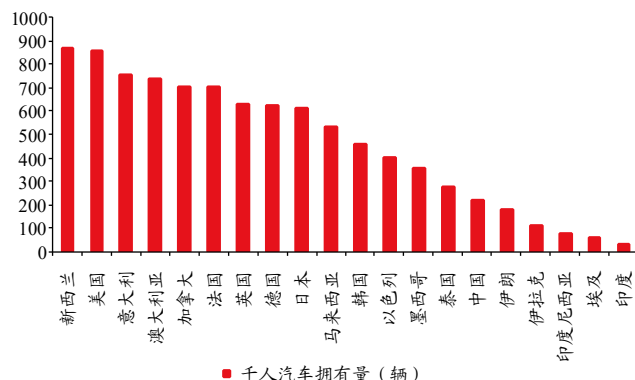
资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

国内汽车保有量突破 3.53 亿辆大关。汽车零部件市场可分为整车配套市场和售后市场。前者的需求量直接受到汽车生产与销售数量的影响，而后者则与现有汽车的数量密切相关。根据国际汽车制造商协会（OICA）的 2020 年数据统计，以千人保有量来衡量人均汽车保有量，我们选取了全球 20 个主要国家进行排名，我国以 223 辆位居第 15 位，排名前五的均为发达国家，仍与其有较大差距，还有很大发展空间。2024 年中国汽车保有量已突破 3.53 亿辆大关，同比增幅达到 5.06%，这一庞大的市场基数为汽车售后市场提供了源源不断的市场需求。

图表16：中国汽车保有量



图表17：2020 年全球主要国家千人汽车拥有量



资料来源：公安部，中邮证券研究所

资料来源：OCIA，中邮证券研究所

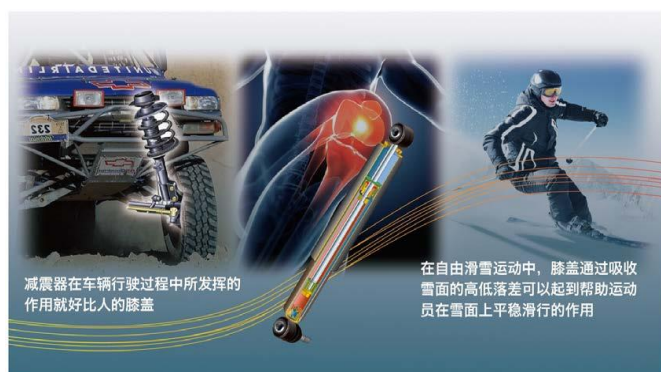
9大系列产品，覆盖全球大多数车型。减震器是汽车悬架系统的核心部件，主要应用于汽车悬架系统，车辆在经过起伏、坑洼路面或在车辆急转弯、急刹车时，悬架系统的吸震弹簧可通过自身的往复运动来过滤路面、车身的震动、摇晃，汽车减震器的主要功能是抑制悬架弹簧吸震后反弹时的震荡及来自路面的冲击，以减少路况不佳造成的车辆震荡。公司现有汽车减震器产品9大系列20000余个型号，覆盖全球大多数车型。其2024年OEM市场份额占比达到35%，售后市场占比超60%。正裕工业主要竞争对手为南阳浙减、拓普集团、萨克斯等。

图表18：公司主要竞争对手

主要友商类型	名称	概况
国内友商	拓普集团	业务涵盖底盘系统等多个汽车零部件领域，虽业务多元化，但减震器业务是其底盘板块的重要组成部分
	保隆科技	作为汽车底盘与发动机系统领域的重要企业，在汽车零部件市场布局广泛
	中鼎股份	在汽车密封件领域实力突出，双方竞争焦点集中在密封件的产品性能、供应稳定性及客户拓展上。
	南阳浙减	深耕主机配套市场，客户均包含吉利、比亚迪、奇瑞等主流车企
国际友商	萨克斯	萨克斯主打减震器、离合器等产品，深度布局全球减震器市场，
	凯途必	日本顶级液压设备制造商，也是正裕工业在减振器领域的主要国际对手。
	天纳克	子公司天纳克（北京）汽车减振器有限公司具备700万支减振器的年产能，为一汽大众、北京现代等众多车企配套

资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表19：减震器用途示意图



图表20：公司减震器9大系列产品



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

2.2 市场空间广阔，公司产能扩展

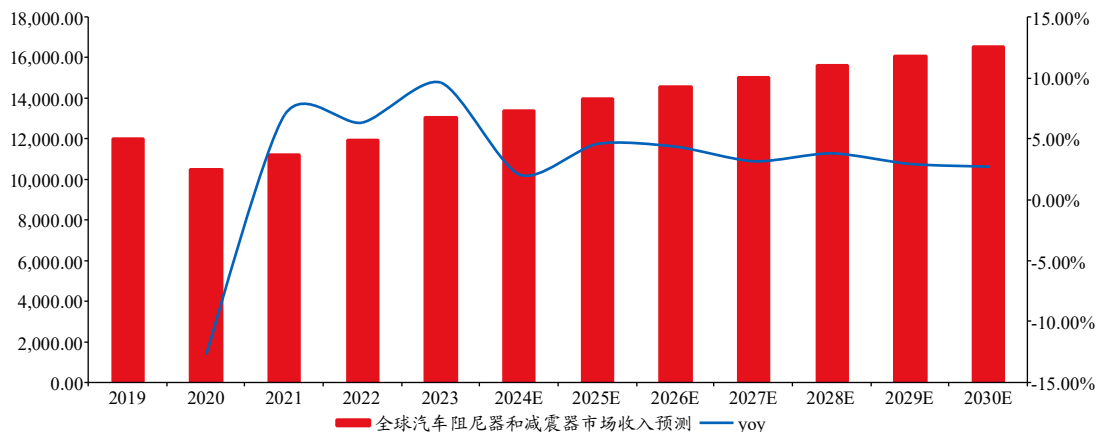
海外市场需求增长，有助于公司扩大市场份额。目前公司减震器产品营收来源以出口海外售后市场为主，公司目前主要客户为天纳克全球（TENNECO）、采埃孚全球（ZF）集团、美国AutoZone等国际知名的汽配制造采购商。根据QYResearch，2030年全球汽车阻尼器和减震器市场收入有望达到165亿美元。

图表21：正裕工业主要客户

公司客户类型	客户名称	客户概况
国际汽配巨头与采购商	天纳克	美国全球领先的汽车悬挂系统与排气系统生产商和供应商，减震器领域位居全球第一，业务覆盖整车配套及售后市场
	采埃孚	全球领先的汽车传动与底盘系统解决方案提供商，在全球汽车零部件领域举足轻重
	墨西哥 GOVI	汽车悬挂系统方面的行业领导者，同时拥有悬挂系统和减震器两种产品，销售网络覆盖墨西哥全国
	advance AutoParts	美国头部汽车后市场零部件提供商，美国四大汽配连锁店之一，在美国汽配零售领域处于领先地位
	美国 autozone	美国汽车后市场零部件提供商，是美国四大汽配连锁店的领军者
国内新能源以及传统车企	比亚迪	中国新能源汽车制造的领军企业
	特斯拉	全球新能源汽车行业标杆，2023年交付量达到130万辆
	吉利	中国自主头部车企，涵盖汽车航天科技跨国企业

资料来源：公司年报，中邮证券研究所

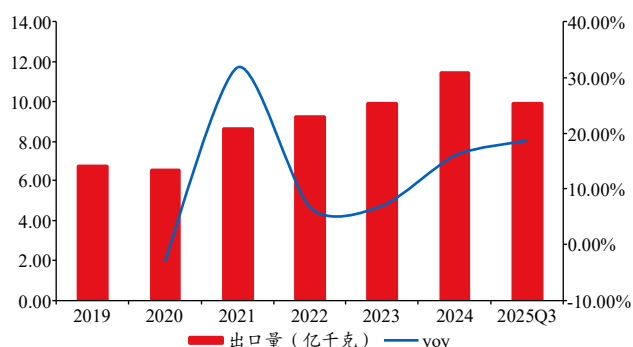
图表22：全球汽车阻尼器和减震器市场收入预测



资料来源：QYResearch，中邮证券研究所

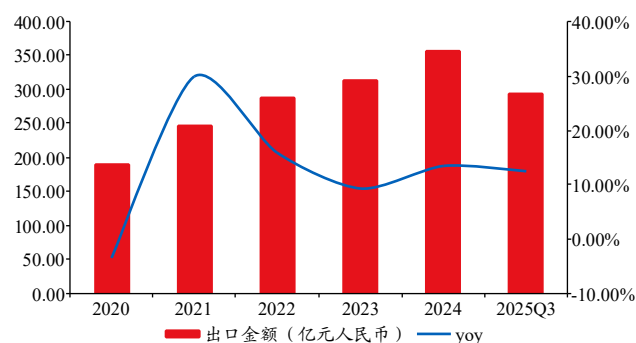
根据海关总署统计的“品目 8703 所列车辆用悬挂系统及零件（含减震器）”及“其他机动车辆的悬挂系统及零件（含减震器）”出口数据，我国汽车减震器类产品出口保持快速增长态势。2025 第三季度出口量达到 9.94 亿千克，出口金额 294.60 亿元人民币，分别同比增长了 18.67%和 12.5%。海外市场需求旺盛，公司作为国内减震器龙头企业，随着产能的扩大，市场份额将不断增加。

图表23：我国汽车减震器类产品出口量（亿千克）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

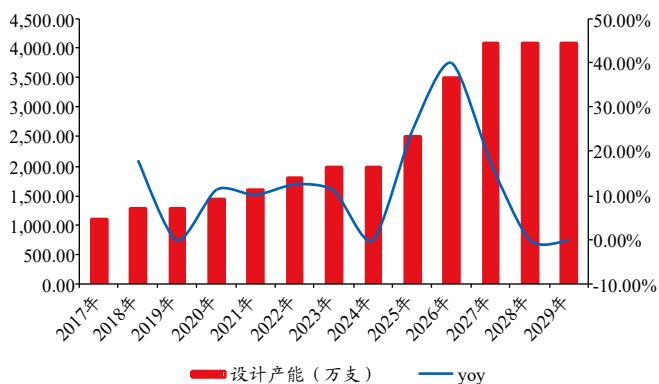
图表24：我国汽车减震器类产品出口额（亿元人民币）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

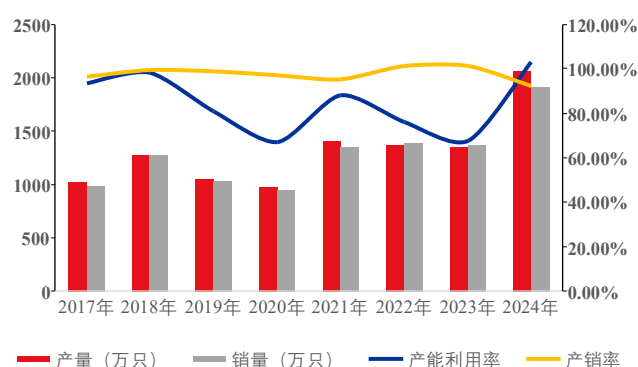
多次募资产能扩张，突破产能瓶颈。公司于2017年通过发行股票募集资金用于“年产650万支汽车减震器项目”；2019年12月31日发行6年期2.90亿元“正裕转债”，募集资金用于汽车悬架减震产品生产项目及补充流动资金；近日公司又通过定增募资4.5亿元用于正裕智造园二期建设。海外布局方面，泰国智能制造基地已开始投产，并将持续投资提升产能，该基地有利于公司更加灵活应对复杂的国际贸易格局，提升行业竞争力和海外市场占有率；2019-2024年公司汽车减震器产量由1053.84万支增长至2061.95万支，CAGR达到14.37%。我们预计到2029年公司有望实现年产能4100万只。

图表25：悬架系统减震器设计产能（万支）及增速



资料来源：可转换公司债券跟踪评级报告，中邮证券研究所

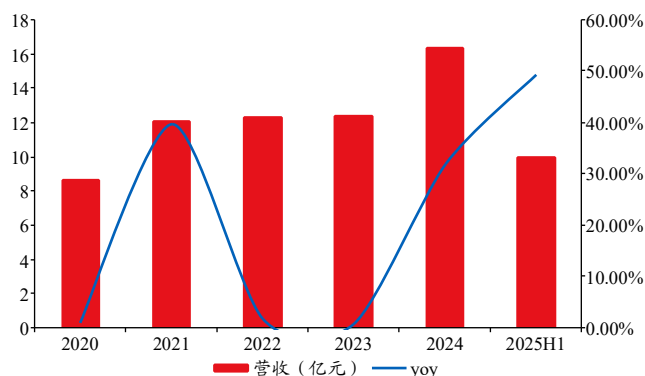
图表26：悬架系统减震器实际产销量（万支）及增速



资料来源：可转换公司债券跟踪评级报告，中邮证券研究所

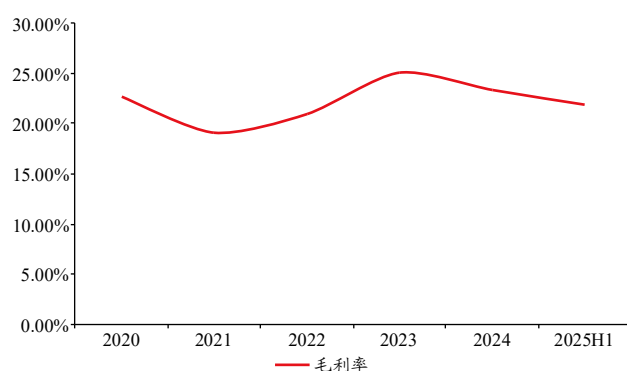
产能释放带动业绩释放。产能进一步释放，业务规模增长显著。2025年上半年汽车悬架系统减震器营收为9.97亿元，同比+49.25%，增幅较大。毛利率21.91%，受成本影响持续下降。随着产能的不断释放，生产规模化效应将发挥作用，汽车悬架系统减震器毛利率有望回升。

图表27：汽车悬架系统减震器营收（亿元）及增速



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表28：汽车悬架系统减震器毛利率



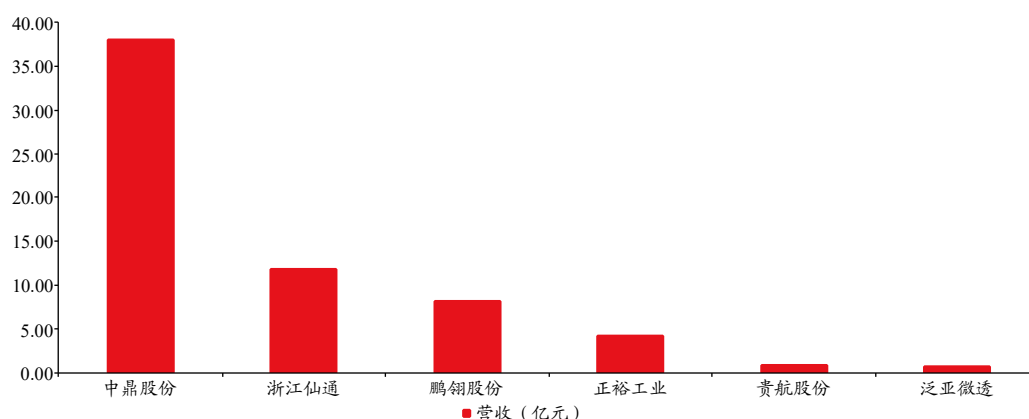
资料来源：公司年报，中邮证券研究所

3 发动机密封件营收稳定；橡胶减震器产品扭亏为盈，增速快

3.1 发动机密封件优化产品结构，为入局新能源赛道增码

发动机密封件产品营收国内市场排名第四。2018 年公司通过收购芜湖荣基和芜湖安博帝特，延伸产业链，丰富产品类别，增强了公司在汽车发动机密封件及减震器领域的竞争力。发动机密封件作为汽车发动机系统中重要的零部件，虽小但对汽车的使用寿命和安全有很大的影响。随着汽车市场的发展，需求不断增加，在新能源汽车方面，新能源汽车采用更加复杂的电机零部件，对密封件的需求量更大且更为精细化。目前公司发动机密封件产品主要客户为辉门集团、BGAutomotiveLtd、EvergreenAutoWorksInc 等知名汽车零部件厂商或采购商，亦已成为比亚迪等整车厂商的发动机密封件供应商。据 Wind 数据统计，2024 年公司汽车密封件业务在国内同类型产品公司中排名第四，发展空间大。

图表29：2024 年国内汽车密封件公司营收排名

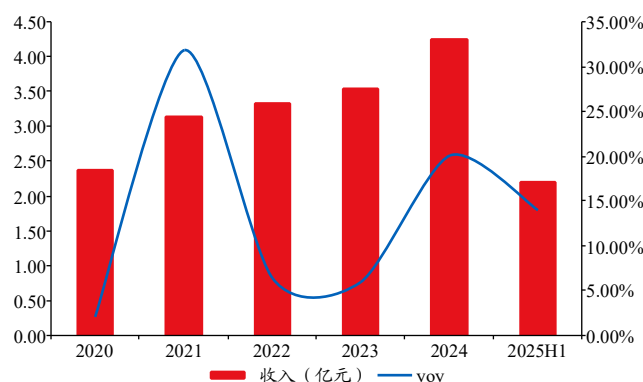


资料来源：Wind，中邮证券研究所

营收稳定，盈利稳步能力提升。得益于汽车市场需求的增加、产业升级及新能源汽车市场的快速发展，发动机密封件需求稳定增长。2019-2024 年公司发动机密封件业务营收由 2.33 亿元增长至 4.25 亿元，2024 年同比增速达到 20.06%，比去年增长 14.07 个百分点，CAGR 为

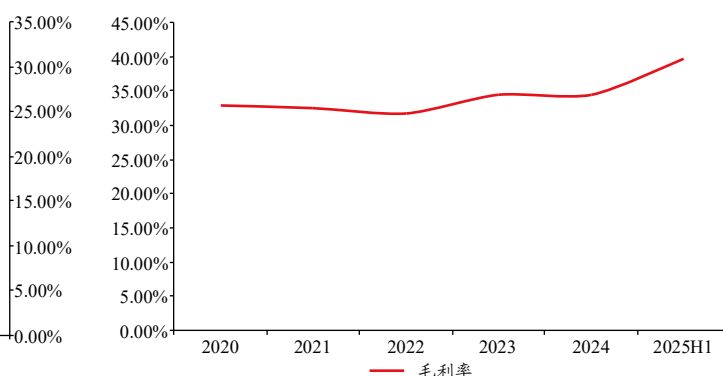
12.77%。2025 年上半年营收 2.2 亿元, 同比增长 13.99%。毛利率稳步增长, 2024 年毛利率 34.53%, 2025 年上半年达到 39.73%。

图表30: 发动机密封件营收(亿元)及增速



资料来源: 公司年报, 中邮证券研究所

图表31: 发动机密封件毛利率



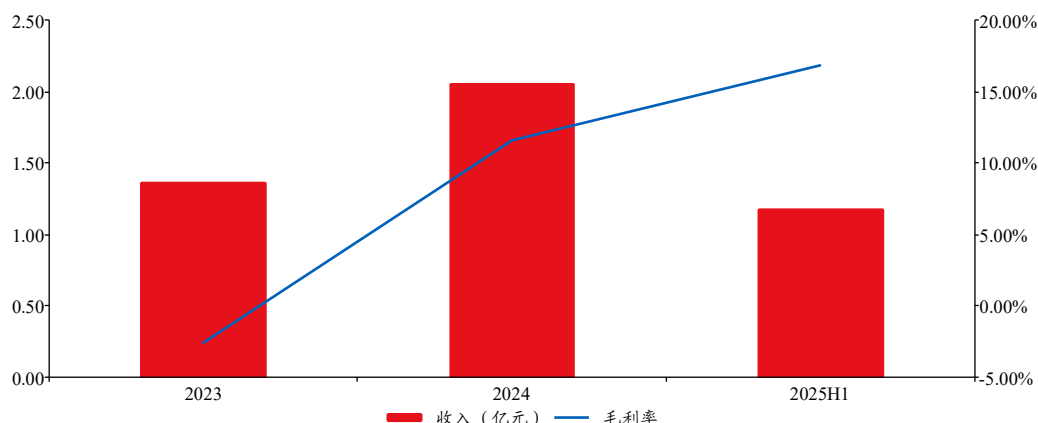
资料来源: 公司年报, 中邮证券研究所

3.2 橡胶产品扭亏为盈, 有望成为公司新的业绩增长点

橡胶减震器有别于悬架系统减震器。公司于 2019 年公开发行可转换公司债券募集资金, 用于汽车悬架减震产品生产项目, 也就是目前公司的橡胶减震产品, 该产品和另一项主营业务悬架系统减震器均能实现控制汽车的震动和噪声及改善其操纵稳定性, 习惯上将两者合称为汽车减震器, 但两者在产品应用领域、减震原理、主要原材料、核心工艺技术环节等方面都存在显著差异, 两种产品不存在互为零组件的关系, 不能通过内部相互销售加工组装成另一种产品, 也不能相互替代。汽车悬架减震产品主要包括发动机悬置、变速箱悬置等, 产品主要应用于汽车动力总成系统, 产品原理主要是利用橡胶自身良好的弹性、形变可逆性, 通过调整橡胶配方调节其阻尼特性实现减震。

2024 年橡胶减震产品扭亏为盈。公司在 2019 年将业务布局延伸至橡胶减震产品, 实现汽车减震产品市场领域的一体化发展, 达到业务布局的战略升级目标。2020 年该项目实现营收, 带动其他汽车零部件整体营业收入增长了 78.78%。2023 年成为公司的主营业务之一, 2024 年转亏为盈, 实现营收 2.05 亿元, 同比增长 50.74%, 毛利率较上年增长了 14.16 个百分点。2025 年上半年实现 1.18 亿元营收, 毛利率 16.87%。作为新增业务, 发展速度较快, 有望未来成为公司的新的业绩增长点, 带动整体利润上升。

图表32：橡胶减震器产品营收（亿元）及毛利率



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

4 盈利预测与投资评级

4.1 核心假设

公司减震器售后市场空间广阔，产能扩张不会对市场供需造成重大影响。产能扩张带来收入增长，摊薄期间费用，从而带动营收和利润双增长。预计 2025-2027 年收入分别为 27.1/34.6/41.1 亿元，毛利率分别为 23.5%、23.4%、22.7%。

业务分析：(1) **汽车悬架系统减震器：**随着全球汽车市场景气度进一步提升，汽车悬架系统减震器需求进一步扩大，减震器也是公司的主要业务，我们预计 2025-2027 年该业务营收分别为 19.1 亿元、25.4 亿元、30.7 亿元。(2) **发动机密封件：**得益于汽车市场需求的增加、产业升级及新能源汽车市场的快速发展，发动机密封件需求稳定增长，我们预计 2025-2027 年该业务营收分别为 4.9 亿元、5.7 亿元、6.5 亿元(3) **橡胶减震产品：**作为新增业务，发展速度较快，有望未来成为公司的新的业绩增长点，带动整体利润上升，我们预计 2025-2027 年该业务营收分别为 2.7 亿元、3.2 亿元、3.8 亿元。

图表33：收入分业务假设(单位：百万元)

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
汽车悬挂系统减震	1238	1635	1912	2536	3072
发动机密封件	354	425	489	568	647
橡胶减震产品	136	205	266	320	384

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4.2 主要财务数据预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 27.1/34.6/41.1 亿元，归母净利润分别为 1.4/1.6/1.9 亿元，三年归母净利润 CAGR 为 39.7%，以当前总股本 2.4 亿股计算的摊薄 EPS 为 0.58/0.68/0.81 元。

4.3 估值与评级

公司股价对 2025-2027 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 22/19/16，我们选取拓普集团、中鼎股份、保隆科技作为参考。参考可比公司估值，公司积极扩充产能，有望带来盈利的快速成长，首次评级，给与“买入”评级。

图表34：估值与评级（收盘价和 EPS 单位：元/每股）

公司代码	公司名称	收盘价	EPS					净利润	PEG	PE				市值
		2025/11/27	24A	25E	26E	27E	CAGR			24A	25E	26E	27E	亿元
000887.SZ	中鼎股份	20.68	0.95	1.30	1.46	1.66	20.35%	0.78		22	16	14	12	272
601689.SH	拓普集团	62.27	1.78	2.28	2.17	2.66	15.53%	1.76		35	36	29	23	1,082
603197.SH	保隆科技	34.95	1.44	2.72	2.24	2.88	26.62%	0.48		24	21	16	12	75
	平均值	39.30	1.39	2.10	1.96	2.40	20.83%	1.01		27	24	20	16	476
603089.SH	正裕工业	12.74	0.30	0.58	0.68	0.81	39.73%	0.55		43	22	19	16	31

资料来源：iFind，中邮证券研究所，可比公司估值取自 iFind 一致预期

5 风险提示

1、原材料价格波动风险。公司采购的主要原材料为活塞杆、钢管、支架类、弹簧盘类等钢制品，钢制品占公司产品成本的比重较高，原材料价格波动将可能对公司盈利能力造成不利影响。

2、关税政策变动风险。公司出口销售比例较高，产品主要出口地为欧美。若未来公司其他主要客户所在国家或地区的进口政策发生重大不利变化，将可能会对公司出口业务造成不利影响，进而影响经营业绩。

3、需求不及预期的风险。公司处于产能扩张期，新厂房逐步完工致固定资产大幅增加，需关注折旧计提对盈利的挤压，以及未来若下游需求不及预期对公司产能消化的影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	2303	2705	3456	4108	营业收入	31.0%	17.5%	27.8%	18.9%
营业成本	1748	2069	2646	3174	营业利润	36.4%	64.1%	21.6%	20.5%
税金及附加	19	22	27	32	归属于母公司净利润	21.4%	94.3%	16.9%	20.1%
销售费用	101	116	138	156	获利能力				
管理费用	130	141	173	197	毛利率	24.1%	23.5%	23.4%	22.7%
研发费用	111	133	168	197	净利率	3.1%	5.1%	4.7%	4.7%
财务费用	13	18	22	27	ROE	5.8%	10.3%	11.2%	12.3%
资产减值损失	-41	-40	-40	-40	ROIC	4.6%	6.8%	7.5%	8.0%
营业利润	112	184	224	270	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	59.8%	57.8%	60.1%	61.9%
营业外支出	4	3	3	3	流动比率	0.99	0.98	0.98	1.02
利润总额	109	182	221	267	营运能力				
所得税	17	29	35	43	应收账款周转率	4.09	3.86	4.36	4.22
净利润	92	153	186	224	存货周转率	3.30	3.25	3.53	3.52
归母净利润	71	139	162	195	总资产周转率	0.74	0.76	0.89	0.92
每股收益(元)	0.30	0.58	0.68	0.81	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.30	0.58	0.68	0.81
货币资金	169	75	55	174	每股净资产	5.13	5.59	6.06	6.61
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	707	693	893	1053	PE	42.79	22.02	18.84	15.69
预付款项	5	5	6	8	PB	2.48	2.28	2.10	1.93
存货	604	670	830	972	现金流量表				
流动资产合计	1616	1572	1954	2406	净利润	92	153	186	224
固定资产	1172	1300	1422	1540	折旧和摊销	161	200	226	258
在建工程	127	166	220	282	营运资本变动	-216	-38	-170	-142
无形资产	278	271	263	255	其他	89	64	107	113
非流动资产合计	1878	2049	2213	2386	经营活动现金流净额	126	378	348	453
资产总计	3494	3621	4167	4791	资本开支	-407	-312	-389	-429
短期借款	456	506	586	686	其他	-4	-31	-14	-17
应付票据及应付账款	772	828	1083	1307	投资活动现金流净额	-412	-343	-403	-445
其他流动负债	411	275	322	360	股权融资	3	16	0	0
流动负债合计	1639	1609	1991	2353	债务融资	310	-102	110	200
其他	450	482	512	612	其他	-34	-52	-75	-90
非流动负债合计	450	482	512	612	筹资活动现金流净额	280	-137	35	110
负债合计	2089	2091	2503	2965	现金及现金等价物净增加额	11	-94	-20	118
股本	224	240	240	240					
资本公积金	385	385	385	385					
未分配利润	528	610	696	800					
少数股东权益	173	187	211	240					
其他	96	108	133	162					
所有者权益合计	1405	1530	1664	1827					
负债和所有者权益总计	3494	3621	4167	4791					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而成为其客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048