

# 2024 年银轮股份研究报告：纵横天花板持续突破\_新一轮成长曲线开启

## 1 热管理冉冉升起的龙头，业绩稳健上行

### 1.1 深耕商+乘用车热管理，实现纵横产品矩阵完善

银轮股份为热管理行业龙头，从商用车转型乘用车零部件，后续产品矩阵逐步完善。公司为热管理行业龙头，早期以换热器产品起家以燃油商用车客户为主，后逐步开拓乘用车、新能源以及工业民用热管理产品，产品矩阵不断完善。目前公司主要产品包括商用车及非道路热管理产品、乘用车及新能源热管理产品、发动机后处理产品以及工业民用热管理产品，新能源商用车业务形“1+3+N”布局，产品覆盖智能冷却模块、HVAC 模块和 TMS 热管理模块，新能源乘用车业务形成“1+4+N”布局，产品涵盖前端冷却模块、集成模块、空调箱模块和芯片冷却模块，工业民用产品涵盖特高压输电冷却、发动机组换热、电力储能、数据中心等领域热管理业务。

公司成长经历四个阶段：1) 第一阶段：切入商用车：公司在初期，产品以农机产品为主，2018 年商用车和非道路用车热交换事业部成立，致力于发动机、商用

车及工程机械冷却系统产品开发和制造。2) 第二阶段：切入乘用车：乘用车平台成立于2019年，公司正式切入乘用车热管理产品配套开发与制造。3) 第三阶段：切入北美新能源车产业链：2020年公司正式切入北美新能源车企业供应汽车换热模块产品，成为乘用车增长的重要增量，公司为全球北美新能源车企业车型提供热管理产品配套。4) 第四阶段：国际化与品类拓展：银轮在中国、北美、欧洲这三个全球最重要经济体的三个战略发展支点都进行了深度布局。公司将继续深化国际化布局，致力于为银轮全球客户提供增值的、有竞争力的产品服务，进而实现银轮和全球客户、战略合作伙伴双赢的局面。

品类和客户：辐射国内外汽车工业巨头多板块业务。公司从商用车入局，逐步拓展乘用车、新能源车、数字与能源等多领域客户多点开花。1) 燃料电池领域：主要客户有亿华通、上汽大通等。2) 乘用车领域：主要客户有福特、通用、宝马、雷诺、曼胡默尔、捷豹路虎、广汽三菱、东风日产、丰田、吉利、广汽、长城、长安、比亚迪、上汽等；新能源汽车领域主要客户有沃尔沃、保时捷、蔚来、小鹏、零跑、通用、福特、宁德时代、吉利、长城、广汽、比亚迪、宇通、江铃、长安等。3) 商用车领域：主要客户有戴姆勒、康明斯

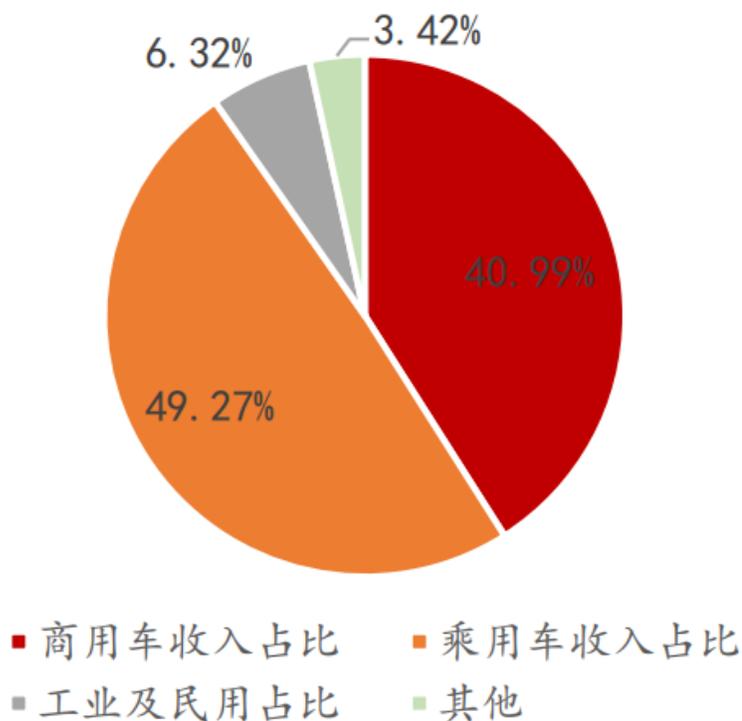
、纳威司达、斯堪尼亚、一汽解放、东风汽车、中国重汽、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴等；工程机械领域

的主要客户有卡特彼勒、约翰迪尔、住友、徐工、龙工、三一重工、久保田等。4) 数字与能源板块：主要客户有ABB、康明斯、卡特、MTU、格力、美的、海尔、海信、三星、LG、天舒等。

战略定位明确，围绕 1+4+N 业务布局。公司 2017 年切入新能源乘用车热管理产品，截止 2022 年已经形成了“1 套热管理系统+4 大热管理模块+N 种零部件”，四大热管理模块为前端冷却模块、空调箱模块、集成模块、芯片冷却系统等。其中冷媒冷却液集成模块主要包含水冷冷凝器、电池冷却器、电子水泵、电子水阀、冷媒集成通道、水壶及水路通道、积液器、液体分离器等；空调箱模块包含空调箱壳体、室内冷凝器、室内蒸发器、鼓风电机及叶轮、控制器、过滤器等；前端模块包含电子风扇和低温散热器。

1.2 营收分布：商用车、乘用车、工业民用三大板块组成源自商用车，乘用车逐步拓展。公司主要业务由商用车与乘用车热管理构成，工业民用板块开始加速布局。2020 年，公司商用车业务占比一度达 70%，后续持续下滑至 40%，与此相对，2021H1 开始，乘用车业务收入大幅增长，并且在 2023 年超越了商用车表现，2023 年，公司乘用车、商用车占比分别为 49.27%、40.99%，后续工业民用板块布局加速增长，在 2023 年营收占比达 6.32%。

图表6:2023 年公司各项业务收入及占比



北美新能源车企客户放量驱动乘用车占比快速提升，二三曲线增长稳健推进。重要客户的快速放量多点开花，公司2021年至2023年期间乘用车业务占比分别为28.61%、42.32%、49.27%，营收分别为22.36、35.89、54.28亿元，主要得益于新能源乘用车销量快速增长及公司新能源乘用车产品业务快速发展。与此同时公司营收稳步增长，2016年公司营收仅为31.19亿元，2023年达到110.2亿元，CAGR达到19.76%。2015年起，公司进军乘用车业务，并从传统乘用车热管理向新能源车热管理突破，当前重点发力新能源领域。

### 1.3 财务表现：收入持续增长，盈利能力提升

公司过去 10 年实现收入利润的稳定向上增长。公司 10 年复合增速为 19.1%，源自商用车，乘用车逐步拓展。公司主要业务由商用车与乘用车热管理构成，工业民用板块开始加速布局。2020 年，公司商用车业务占比一度达 71.7%，后续持续下滑至 41.0%，与此相对，2021H1 开始，乘用车业务收入大幅增长，并且在 2023 年超越了商用车表现，2023 年，公司乘用车、商用车占比分别为 49.27%、40.99%，后续工业民用板块布局加速增长，在 2023 年营收占比达 6.32%。

费用控制改善，净利率持续提升。2019-2023 年公司费用合计分别为 9.83、10.69、12.03、11.67、14.70 亿元，2019-2023 年费用率 17.80%、16.90%、15.39%、13.76%、13.34%，2023 年公司费用率相较于 2019 年近期费用率高点同比下降 4.48pcts。2020-2023 年公司净利率分别为 5.79%、3.38%、5.29%、6.36%，费用控制出色公司净利率底部快速回升。

多重举措并行公司利润率修复显著，2023 年公司净利润实现跨越式增长。2016 年至 2021 年公司毛利率净利润持续下滑，2021 年公司毛利率为 20.37%，相较于 2016 年下滑 8.47pcts，2021 年公司净利率为 3.38%，相较于 2016 年下滑 5.28pcts，2016-2021 年公司净利润低位徘徊。2022 及 2023 年公司毛利率大幅改善，分别达到 19.84%及 21.57%，我们认为公司毛利率改善主要得益于客户结构优化及成

本管理考核机制改进、费用控制完善。2023 年归母净利润 6.12 亿元，相较于 2022 年大幅增长 59.71%。公司海外业务占比整体稳定，海外收入增长稳健。2014 年至 2023 年公司海外业务收入占比较为稳定，在 20%左右波动，2023 年海外业务收入占比为 22.4%，相较于 2020 年提升 4.8pcts。公司海外收入部分稳健增长，2018 年公司海外收入为 12.18 亿元，2023 年达到 24.71 亿元，2018-2023 年海外收入 CAGR 达到 15.2%。

#### 1.4 产业链环节和主要成本结构

产业链方面，公司上游主要为热管理铝材，主要原材料包括铝、钢、铁等。中游包括零部件供应商以及系统集成供应商，下游包括汽车制造、储能设备等，主要包括商用车、乘用车以及储能等客户组成，同时，近年新能源汽车的兴起推动了热管理铝电池热管理、发动机冷却、芯片冷却等多方面的应用。

公司主要成本为原材料成本。公司主要成本中，原材料占比 85%以上，为最大占比，其次为其余人工成本以及辅助材料等。主要原材料包括铝、钢、铁、铜等金属，材料成本占主营业务成本的比例较高，因此原材料价格的波动将会直接影响公司的生产成本、盈利水平和经营业绩。

其中，在原材料成本中，铝与钢占比较高。铝占总成本的 33%左右，钢占总成本的

12%左右。因铝在原材料中占比较高，对公司成本影响相较于钢更大，2024年一季 度钢价下滑铝价微增，二季度原材料价格小幅上行后回落，铝与钢价格有小幅上涨趋势后开始回落，预计对公司短期毛利率影响有限。

### 1.5 战略大会确定未来中期增长目标

公司加大海外业务投入，扩展海外版图目标。2023年北美、欧洲、印度及其他分别为11.14、8.25、3.41亿元人民币，2025年分别为36.69、11.8、4.2亿元人民币，2028年分别为66.28、18.04、4.8亿元人民币。当前已投资：北美银轮7.57亿元，欧洲银轮2.77亿元，印度银轮及其他0.07亿元，未来5年计划投资北美6.64亿元、欧洲0.95亿元、印度银轮及其他0.11亿元。

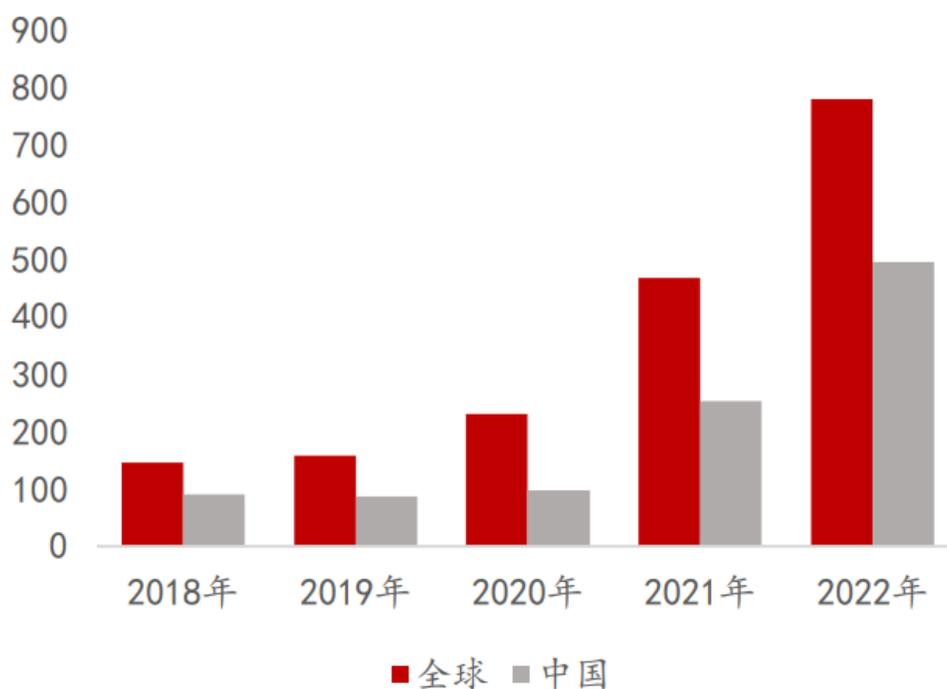
2024-2026年收入目标快速增长，净利率稳步提升。伴随公司海外业务投入加大及新项目投产，公司收入规模逐年快速增长，得益于公司规模效应及产品结构改善等等原因，净利率逐步提升。公司股东大会规划目标预计2024-2026年收入规模分别达到135、165、200亿元，2024-2026年净利率分别达到6-7%、7-8%、8-9%。

2 品类拓张+份额上行+海外扩张，三重维度纵横上行

2.1 乘用车热管理两千亿规模市场，三重纵横上行可期

热管理市场空间广阔，国际巨头占据主要份额国产厂商快速追赶：随着新能源汽车的发展，新能源汽车热管理市场规模快速增长，成为我国汽车热管理市场发展的强劲动力。热管理两千亿规模，市场空间广阔。根据热管理零部件模块单车价值量 7000 元左右测算，据智研咨询显示，2022 年全球新能源汽车热管理市场规模约为 779.3 亿元，同比增长 66.6%；中国新能源汽车热管理市场规模约为 495.9 亿元，同比增长 95.6%。按照新能源车热管理 6000 元左右，燃油车热管理 1500 元左右测算，预计 2027 年市场规模将会达到 1819 亿元。目前全球汽车热管理市场被外资企业所主导，主要掌握在电装、翰昂、法雷奥、马勒等老牌外资零部件企业手中。据资料显示，2021 年四者合计市场占比约为 50%。其中，电装市场占比较高为 19%；其次为翰昂和法雷奥，占比分别为 13% 和 9%。

图表25:2019-2022 年热管理市场规模（亿元）



热泵空调 ASP 天花板更高，主要体现在零部件数量增多、零部件精细度提升、管路复杂性提升，银轮具备较强的技术布局。热泵空调相较于传统空调主要新增四通阀、电子膨胀阀及单向阀、气液分离器。四通阀做为热泵型空调机中的重要部件，在空调系统中起着改变制冷剂流向作用，使空调机在不增加其它发热元件的情况下实现制冷、制热功能，它是制冷系统中除压缩机外工艺最复杂、最精密的部件，由于其内部管路精密且经常移动，因此对其稳定性及密封性要求较高。另外传统空调膨胀阀为单向，而热泵空调制冷与制热时制冷剂回路方向改变，因

此需要新增膨胀阀及单向阀。另外，由于新增单向阀及电子膨胀阀，膨胀阀流量控制效果相较于单向回路下降，需要新增气液分离器防止液体进入压缩机，以保护压缩机。

新能源+技术趋势变革，份额持续上升。全球汽车热管理市场主要参与者为电装、翰昂、马勒、法雷奥等外资主导。

2019年四者合计市场占比约为59%；其中电装市场占比较高为30%；其次为翰昂和法雷奥，占比分别为15%和14%。

2022年电装、翰昂、法雷奥、马勒四者合计市场份额为50%，市场份额分别为19%、13%、9%、9%。国产供应商份额占比逐年稳步提升，2022年银轮股份市场份额占比3%，三花智控占比2%，相较于2020年份额稳步提升。

**2.2 第一重上行维度：公司品类持续布局，单车ASP空间翻倍**

新能源汽车热管理系统更为复杂，驱动ASP持续升级。传统燃油车的热管理区域主要为乘员舱、发动机、变速箱，乘员舱需要制冷与制热，发动机与变速箱需要冷却。新能源车热管理区域分为乘员舱、电机电控、动力电池、芯片四大区域，其中乘员舱与动力电池需要制冷与制热，而电机电控及芯片区域一般需要冷却，不需要加热。

## 2.2.1 增量系统 1 - 空调箱

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。  
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/206153151203010141>