

Q1 利润承压，一体化压铸放量在即

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年一季报，2025Q1 实现营业收入 8.73 亿元，同环比分别 +11.82%/-20.99%；实现归母净利润 0.95 亿元，同环比分别 -17.10%/+14.56%，实现扣非归母净利润 0.91 亿元，同环比分别 -17.42%/+50.04%。
- **盈利能力承压，净利率同比下降。**2025Q1 公司毛利率为 20.91%，同环比分别 -2.24pp/+2.16pp，净利率为 10.92%，同环比分别 -3.75pp/+3.44pp，净利率降低主要系期间费用增加导致。2025Q1 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.39%/3.81%/-0.27%/2.61%，同比 +0.06pp/+0.04pp/+0.02pp/+0.37pp。
- **积极拓展新兴业务，产品结构多元化发展。**公司持续优化业务布局，在发展传统冲压、焊接业务基础上，积极拓展一体化压铸、热成型、电泳漆及复合材料等新兴业务领域，并针对汽车电动化、轻量化趋势，持续进行研发投入，提升技术开发能力。公司通过布局新业务、开发新产品、开拓新客户，2024 年单车配套价值量得到提升，市场竞争力增强，随着公司产品结构继续多元化发展，单车配套价值量有望进一步提高。
- **区域布局优化，一体化压铸业务放量在即。**公司采取紧贴汽车产业集群建立生产基地的战略，先后在上海安亭、江苏昆山、安徽滁州、山东烟台、浙江宁波、湖南长沙、江苏常州、上海临港、江苏盐城、安徽六安和浙江金华进行了配套布点。公司完善的良好的区域布局有利于及时获得主机厂反馈并快速响应需求，保证交付的及时性以及产品质量的稳定性。2024 年公司在江苏常州新增一体化压铸业务生产线，项目尚在建设中。公司一体化压铸业务经过产线投入及业务开拓期，预计将在 2025 年下半年起逐步进入大规模量产期，规模效应有望逐步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年 EPS 为 2.08/2.38/2.71 元，对应 PE 为 13/11/10 倍，未来三年归母净利润年复合增速达 15.12%。给予公司 2025 年 16 倍 PE，目标价 33.28 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汽车行业政策风险；市场竞争及业务替代风险；下游客户销量不及预期风险；原材料价格波动风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3592.02	4019.37	4503.27	5045.57
增长率	-8.19%	11.90%	12.04%	12.04%
归属母公司净利润（百万元）	424.93	496.44	569.66	648.32
增长率	-14.43%	16.83%	14.75%	13.81%
每股收益 EPS（元）	1.78	2.08	2.38	2.71
净资产收益率 ROE	9.28%	10.08%	10.66%	11.14%
PE	15	13	11	10
PB	1.43	1.32	1.22	1.12

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zllans@swsc.com.cn

分析师：张雪晴
执业证号：S1250524100002
电话：010-57758528
邮箱：zxqyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.39
流通 A 股(亿股)	0.61
52 周内股价区间(元)	19.47-40.2
总市值(亿元)	65.21
总资产(亿元)	58.99
每股净资产(元)	19.48

相关研究

1. 多利科技（001311）：公司业绩短期承压，一体化压铸有待放量（2024-08-28）
2. 多利科技（001311）：公司业绩稳中有增，一体化压铸有待放量（2024-04-30）

盈利预测

关键假设：

假设 1：基于公司产能扩张以及对下游客户的持续拓展，假设 25-27 年公司冲压零部件及一体化压铸订单量分别增长 10%/10%/10%。

假设 2：公司积极布局新业务、开发新产品，单车价值量有望持续提升，假设 25-27 年公司冲压零部件及一体化压铸单价每年上涨 2%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
冲压零部件 及一体化压铸	收入	3,320.72	3,725.85	4,180.41	4,690.42
	增速	-5.08%	12.20%	12.20%	12.20%
	毛利率	17.42%	18.42%	18.62%	18.82%
冲压模具	收入	98.25	103.17	113.48	124.83
	增速	-49.66%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	10.62%	11.62%	11.62%	11.62%
其他业务	收入	173.04	190.35	209.38	230.32
	增速	-20.96%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	97.43%	97.00%	97.00%	97.00%
合计	收入	3,592.02	4,019.37	4,503.27	5,045.57
	增速	-8.19%	11.90%	12.04%	12.04%
	毛利率	21.08%	21.96%	22.08%	22.21%

数据来源：Wind，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2025-2027 年营业收入分别为 40.2、45.0、50.5 亿元，同比增速分别为 11.9%、12.0%、12.0%。

相对估值

我们选取博俊科技和长华集团作为可比公司，两家公司 2025 年平均 PE 为 24 倍。考虑到公司客户结构优质、一体化压铸放量有助于公司打开成长空间，给予公司 2025 年 16 倍 PE，目标价 33.28 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 25 年 4 月 30 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
300926.SZ	博俊科技	25.71	1.47	1.98	2.51	3.02	17.49	13.01	10.23	8.50
605018.SH	长华集团	10.90	0.24	0.31	0.40	0.52	45.42	34.70	27.47	20.79
平均值							31.45	23.86	18.85	14.65
001311.SZ	多利科技	27.30	1.78	2.08	2.38	2.71	15.35	13.13	11.45	10.06

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3592.02	4019.37	4503.27	5045.57	净利润	422.86	496.44	569.66	648.32
营业成本	2834.67	3136.60	3508.78	3925.12	折旧与摊销	215.81	176.39	195.28	210.48
营业税金及附加	26.45	29.60	33.16	37.16	财务费用	-12.54	-8.21	-9.83	-12.17
销售费用	9.16	10.25	11.48	12.86	资产减值损失	-28.57	0.00	0.00	0.00
管理费用	123.59	250.21	272.20	299.98	经营营运资本变动	144.68	-145.63	-142.45	-163.46
财务费用	-12.54	-8.21	-9.83	-12.17	其他	-133.11	8.77	21.47	22.59
资产减值损失	-28.57	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	609.13	527.75	634.13	705.77
投资收益	5.23	0.00	0.00	0.00	资本支出	-699.40	-270.50	-360.00	-280.00
公允价值变动损益	0.94	0.00	0.00	0.00	其他	171.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-528.35	-270.50	-360.00	-280.00
营业利润	489.41	600.92	687.48	782.62	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	16.26	-3.00	-3.00	-3.00	长期借款	-40.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	505.67	597.92	684.48	779.62	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	82.81	101.49	114.82	131.29	支付股利	-150.66	-128.92	-150.62	-172.84
净利润	422.86	496.44	569.66	648.32	其他	3.97	-1.67	9.83	12.17
少数股东损益	-2.07	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-186.69	-130.59	-140.79	-160.67
归属母公司股东净利润	424.93	496.44	569.66	648.32	现金流量净额	-103.49	126.66	133.34	265.10
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	546.98	673.64	806.98	1072.08	成长能力				
应收和预付款项	1234.12	1396.00	1561.60	1747.76	销售收入增长率	-8.19%	11.90%	12.04%	12.04%
存货	807.68	772.63	881.06	1008.22	营业利润增长率	-18.00%	22.79%	14.40%	13.84%
其他流动资产	340.16	315.06	328.80	344.20	净利润增长率	-14.70%	17.40%	14.75%	13.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-8.53%	11.03%	13.50%	12.37%
投资性房地产	2.84	2.84	2.84	2.84	获利能力				
固定资产和在建工程	2351.58	2465.66	2650.34	2739.83	毛利率	21.08%	21.96%	22.08%	22.21%
无形资产和开发支出	351.73	336.39	321.04	305.70	三费率	3.35%	6.28%	6.08%	5.96%
其他非流动资产	268.20	263.58	258.95	254.33	净利率	11.77%	12.35%	12.65%	12.85%
资产总计	5903.29	6225.80	6811.63	7474.97	ROE	9.28%	10.08%	10.66%	11.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.16%	7.97%	8.36%	8.67%
应付和预收款项	1233.85	1198.67	1363.68	1547.90	ROIC	10.86%	12.02%	12.81%	13.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.28%	19.13%	19.38%	19.44%
其他负债	111.84	102.01	103.80	107.43	营运能力				
负债合计	1345.69	1300.69	1467.48	1655.33	总资产周转率	0.64	0.66	0.69	0.71
股本	238.85	238.85	238.85	238.85	固定资产周转率	1.96	1.73	1.76	1.87
资本公积	2109.61	2109.61	2109.61	2109.61	应收账款周转率	2.54	2.81	2.82	2.82
留存收益	2212.05	2579.56	2998.60	3474.08	存货周转率	3.95	3.81	4.09	4.02
归属母公司股东权益	4560.51	4928.02	5347.06	5822.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.07%	—	—	—
少数股东权益	-2.91	-2.91	-2.91	-2.91	资本结构				
股东权益合计	4557.60	4925.11	5344.15	5819.64	资产负债率	22.80%	20.89%	21.54%	22.15%
负债和股东权益合计	5903.29	6225.80	6811.63	7474.97	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.29	2.56	2.55	2.62
					速动比率	1.66	1.93	1.92	1.99
					股利支付率	35.46%	25.97%	26.44%	26.66%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	692.68	769.10	872.93	980.92	每股收益	1.78	2.08	2.38	2.71
PE	15.35	13.14	11.45	10.06	每股净资产	19.08	20.62	22.37	24.36
PB	1.43	1.32	1.22	1.12	每股经营现金	2.55	2.21	2.65	2.95
PS	1.82	1.62	1.45	1.29	每股股利	0.63	0.54	0.63	0.72
EV/EBITDA	8.02	7.04	6.05	5.11					
股息率	2.31%	1.98%	2.31%	2.65%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn