



## 与头部新能源车共成长，投一体化压铸布局未来

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 特斯拉是公司第一大客户，预计特斯拉上海23年全年销量增长超50%，将带动公司收入高增；2) 理想是公司第二大客户，理想全年有望冲击30万辆目标，同比增速有望超180%，将为公司收入、利润贡献可观增量；3) 我们预计23-25年国内一体化压铸市场复合增速将达160%，公司采购布勒6100T设备进军一体化压铸，成长空间进一步打开。
- 与特斯拉共成长。** 2019年，公司成为特斯拉Model 3和Model Y车型的供应商，为其定点开发冲压零部件及模具，随着特斯拉汽车的热销，2020年特斯拉成为公司第四大客户，贡献2.2亿元收入，2021年特斯拉贡献的收入增至10.1亿元，成为公司第一大客户，22年特斯拉贡献收入同比增长56.1%至15.8亿元。我们预计2023年特斯拉上海销量将实现50%以上增长，继续为公司带来可观的收入增量。
- 理想汽车有望继续为公司贡献重要增量。** 2023年，得益于L7/L8/L9的热销，前5月理想汽车销量达10.7万辆，同比增长76.4%，目前理想汽车L7/L8/L9销量都处于持续增长的势头中，全年有望完成“争30万辆”的销量目标，同比增速有望超180%。公司已与理想汽车建立了良好的合作关系，理想汽车是公司第二大客户，22年的收入贡献比例为11.6%，理想销量高增也将为公司收入利润增长做出重要贡献。
- 一体化压铸市场空间广阔，公司积极布局打开成长空间。** 一体化压铸在生产效率、轻量化、成本等方面具有明显优势，国内外头部主机厂已陆续加入一体化压铸队伍，市场空间非常广阔，我们测算2025年国内新能源汽车一体化压铸市场有望达340亿元，23-25年CAGR160.0%。公司积极布局一体化压铸业务，2021年5月已与布勒签订设备采购合同，斥资3600万采购6100T冷室卧式压铸机进军一体化压铸市场，未来有望打开公司成长空间。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计未来三年归母净利润复合增长率为23.1%，给予2023年27倍PE，目标价79.38元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 钢材、铝材波动风险；大客户增长不及预期风险；一体化压铸业务进展不及预期风险；汽车行业需求不及预期风险；一体化压铸渗透率增长不及预期风险。

指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3355.01	3997.14	5028.01	6118.78
增长率	21.03%	19.14%	25.79%	21.69%
归属母公司净利润(百万元)	446.38	539.39	686.45	831.73
增长率	15.78%	20.84%	27.26%	21.16%
每股收益EPS(元)	2.43	2.94	3.74	4.53
净资产收益率ROE	23.97%	22.46%	22.23%	21.22%
PE	25	21	17	14
PB	6.10	4.73	3.68	2.90

数据来源: Wind, 西南证券; 注: 按照最新股本追溯2022年EPS

### 西南证券研究发展中心

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

联系人: 冯安琪  
电话: 021-58351905  
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 白臻哲  
电话: 010-57758530  
邮箱: bzzyf@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)	1.84
流通A股(亿股)	0.46
52周内股价区间(元)	56.02-101.05
总市值(亿元)	109.36
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：冲压件优质企业，收入增长稳健</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：冲压零部件市场广阔，一体化压铸未来可期</b> .....	<b>4</b>
2.1 冲压是整车制造重要一环，市场空间广阔.....	4
2.2 竞争格局松散，市场集中度有待提升.....	5
2.3 一体化压铸未来可期，市场空间超百亿.....	7
<b>3 公司分析：与特斯拉/理想共成长，布局一体化压铸打开成长空间</b> .....	<b>9</b>
3.1 产品矩阵丰富，市占率还有提升空间.....	9
3.2 客户优质，深度绑定特斯拉与理想.....	11
3.3 单件价值量持续提升，产能布局充足.....	14
3.4 布局一体化压铸，打开成长空间.....	17
<b>4 财务分析：盈利能力行业领先</b> .....	<b>17</b>
4.1 盈利能力领先.....	17
4.2 偿债能力、总资产周转率相对较好.....	19
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>21</b>
5.1 盈利预测.....	21
5.2 相对估值.....	22
<b>6 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 多利科技发展历程.....	1
图 2: 2019-2022 公司主营业务收入结构情况.....	2
图 3: 2019-2022 公司主营业务毛利结构情况.....	2
图 4: 2018 年以来公司营业收入及增速.....	2
图 5: 2018 年以来公司净利润及增速.....	2
图 6: 多利科技股权结构.....	3
图 7: 2022 年我国冲压件市场空间与全球冲压件市场空间 (亿元).....	5
图 8: 我国冲压件主要参与者.....	5
图 9: 多利科技客户开发历程.....	10
图 10: 22H1 公司客户结构.....	11
图 11: 公司前五大客户集中度在 80%左右.....	11
图 12: 公司为特斯拉供应的主要汽车零部件.....	12
图 13: 公司为特斯拉配套的单车价值持续提升.....	12
图 14: 公司来自特斯拉的收入持续高增.....	12
图 15: 特斯拉中国 (含出口) 销量持续高增.....	12
图 16: 特斯拉 2022 年以来的月销量 (辆).....	13
图 17: 特斯拉新车型谍照.....	13
图 18: 理想汽车年销量走势.....	14
图 19: 2 月以来理想汽车月销环比持续增长.....	14
图 20: 公司为理想汽车供应的主要汽车零部件.....	14
图 21: 公司来自于理想汽车的收入情况.....	14
图 22: 公司原材料的主要结构.....	15
图 23: 公司冲压零部件单件价值持续提升.....	15
图 24: 公司钢材、铝材采购成本持续提升.....	15
图 25: 公司新能源客户占比持续提升.....	15
图 26: 公司产能利用率处于饱和状态.....	16
图 27: 公司冲压零部件产量持续增长.....	16
图 28: 公司与可比公司毛利率.....	17
图 29: 公司与可比公司冲压零部件毛利率.....	17
图 30: 公司与可比公司冲压模具毛利率.....	18
图 31: 公司与可比公司净利率.....	18
图 32: 公司与可比公司 ROA (%) 走势.....	18
图 33: 公司与可比公司 ROE (%) 走势.....	18
图 34: 公司与可比公司管理费用率走势.....	19
图 35: 公司与可比公司销售费用率走势.....	19
图 36: 公司与可比公司研发费用率走势.....	19
图 37: 公司与可比公司财务费用率走势.....	19
图 38: 公司与可比公司资产负债率走势.....	20
图 39: 公司与可比公司流动比率走势.....	20

图 40: 公司与可比公司总资产周转率走势 (次)	20
图 41: 公司与可比公司存货周转率走势 (次)	20
图 42: 公司与可比公司货币资金情况 (亿元)	21
图 43: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	21

## 表 目 录

表 1: 主要子公司情况	3
表 2: 汽车冲压件的主要应用领域	4
表 3: 长三角地区的主机厂	6
表 4: 汽车冲压件的主要上市公司情况	6
表 5: 众多主机厂布局一体化压铸 (不完全统计)	7
表 6: 国内新能源一体化压铸空间测算	8
表 7: 公司的主要冲压汽车零部件产品样图	9
表 8: 公司的主要冲压模具情况	10
表 9: 公司各冲压件的国内市场占有率情况	11
表 10: 特斯拉产能布局情况	13
表 11: 公司 IPO 募集资金使用计划	16
表 12: 截至 2022 年末的主要在建工程 (万元)	16
表 13: 公司 6100T 冷室卧式压铸机已转入固定资产 (截至 2022 年末)	17
表 14: 分业务收入及毛利率	21
表 15: 可比公司估值	22
附表: 财务预测与估值	23

## 1 公司概况：冲压件优质企业，收入增长稳健

多利科技主营业务为汽车冲压及焊接零部件和相关模具的开发、生产和销售，在国内乘用车、新能源汽车配套领域拥有市场竞争优势，具有较强的研发、生产制造能力和整体配套方案设计能力。公司主要产品为汽车冲压及焊接零部件、冲压模具，这两种产品因客户、车型、用途、工艺复杂程度等因素而各不相同，生产并销售的汽车冲压零部件合计 3000 余种。目前主要客户包括上汽大众、上汽通用等知名整车制造商及特斯拉、蔚来汽车、理想汽车等知名新能源汽车制造商。

公司发展历程大致可分为四个阶段：

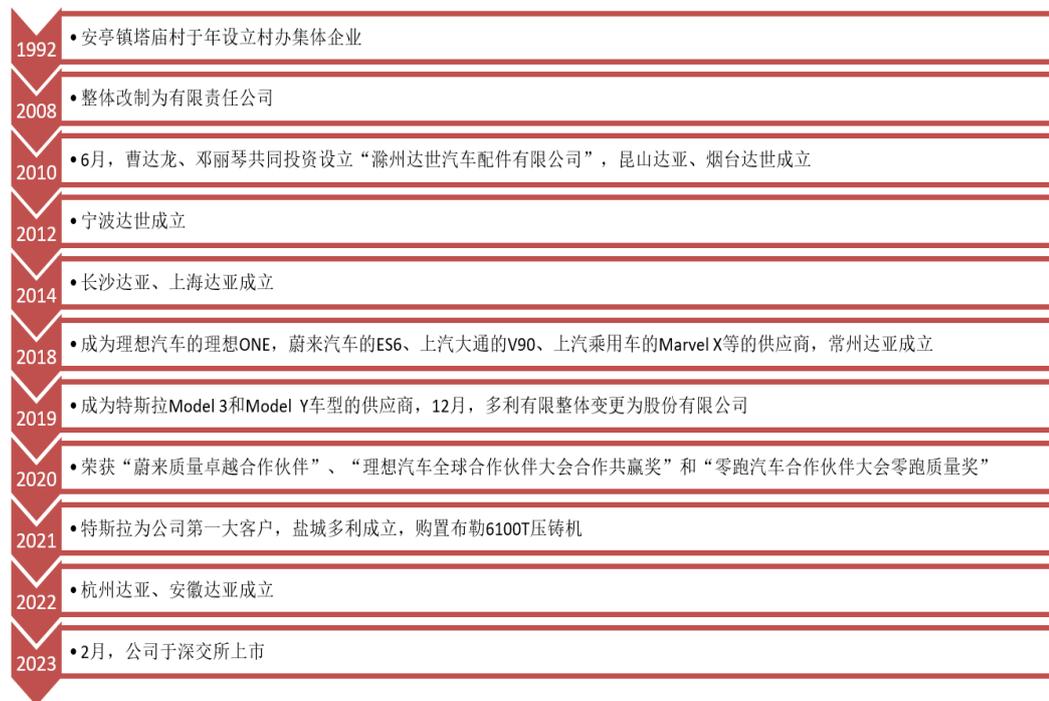
1) **第一阶段：发展初期。**公司起源于安亭镇塔庙村 1992 年设立的村办集体企业“上海多利”。

2) **第二阶段：开始全国性扩张。**公司于 2008 年整体改制为有限责任公司，2010 年 6 月曹达龙、邓丽琴共同投资设立“滁州达世汽车配件有限公司”，并陆续成立“昆山达亚”、“烟台达世”、“宁波达世”等全资子公司。

3) **第三阶段：快速开拓新客户。**2018 年公司成为理想汽车理想 ONE，蔚来汽车 ES6、上汽大通 V90、上汽乘用车 Marvel X 等车型的供应商。2019 年公司成为特斯拉 Model 3 和 Model Y 车型的供应商，12 月，多利有限整体变更为股份有限公司。2021 年，特斯拉成为公司第一大客户。

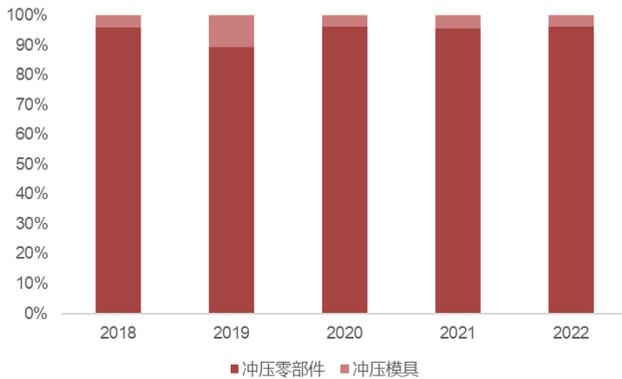
4) **第四阶段：上市开启新征程。**2023 年 2 月，公司于深交所上市。

图 1：多利科技发展历程

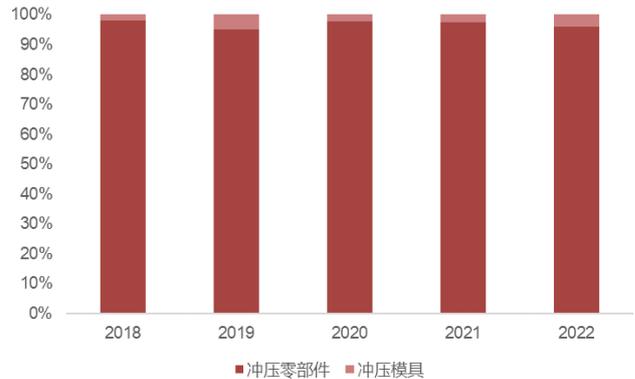


数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，西南证券整理

**公司主营业务结构：冲压零部件主导。**公司主营业务为汽车冲压零部件和冲压模具。其中汽车冲压零部件主要为白车身冲压件，汽车冲压模具主要用于配套生产汽车冲压零部件。2018-2022年，冲压零部件在主营业务收入中的占比稳定在95%左右，冲压零部件在主营业务毛利中的占比稳定在97%左右。

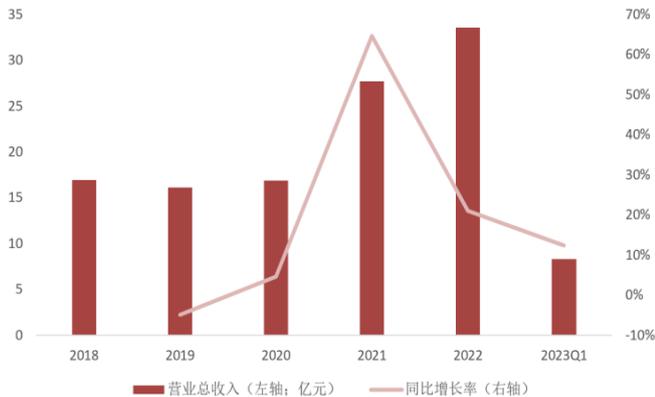
**图 2：2019-2022 公司主营业务收入结构情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

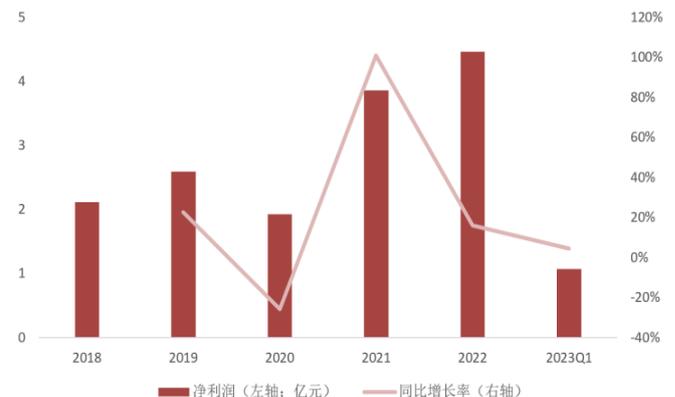
**图 3：2019-2022 公司主营业务毛利结构情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩状况：2021 年以来收入较快增长。**2018-2022 公司营收从 16.9 亿元增至 33.6 亿元，CAGR14.7%，同期净利润从 2.1 亿元增至 4.5 亿元，CAGR 16.2%。其中 2020-2022 年公司营业收入和净利润增长较快，主要原因是随着下游新能源汽车销量和渗透率的不断提高，公司对新能源汽车客户特斯拉、理想汽车等的销售收入也随之增长；2023Q1 公司营收 8.3 亿元，同比+12.4%，净利润为 1.1 亿元，同比+4.5%。

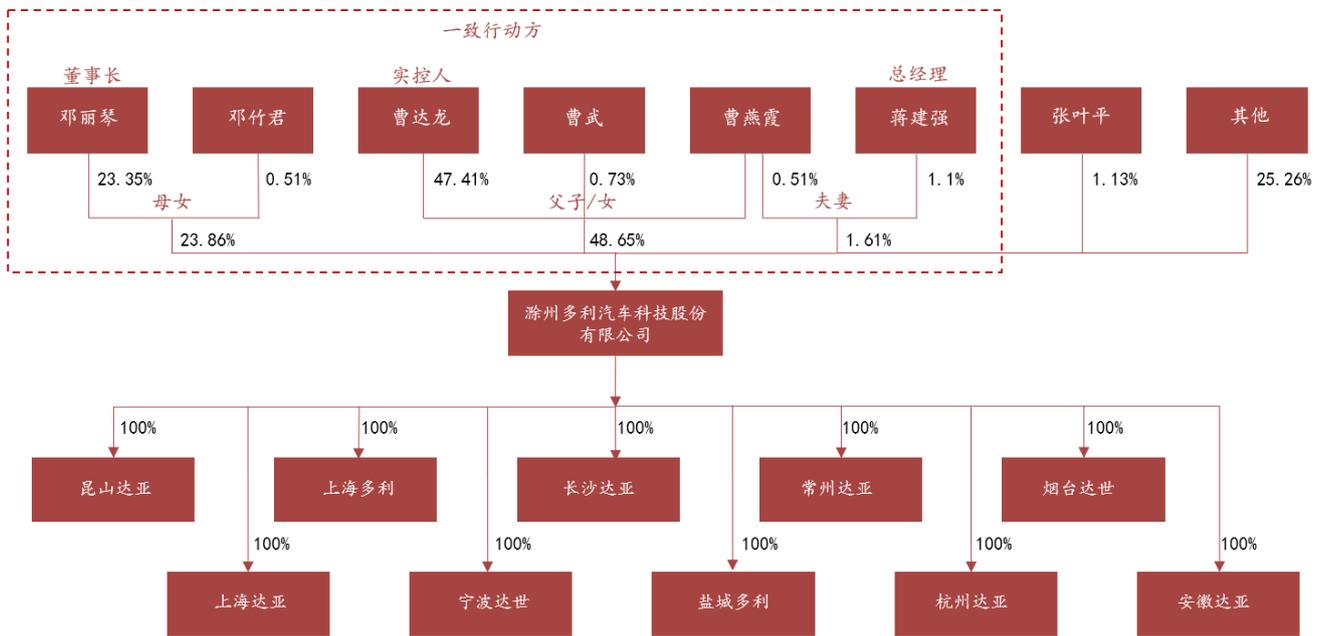
**图 4：2018 年以来公司营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：2018 年以来公司净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**股权高度集中：**公司股权主要由曹、邓家族共同控制。公司创始人曹达龙和邓丽琴分别持股 47.41% 和 23.35%，曹达龙为公司实际控制人，其一致行动人为邓丽琴、蒋建强、曹武、曹燕霞、邓竹君。曹达龙及其直系亲属和女婿共计持股 49.75%，邓丽琴及其女邓竹君共持股 23.86%，曹达龙及其一致行动人直接持有公司 73.61% 的股权。

**图 6：多利科技股权结构**


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

**表 1：主要子公司情况**

公司名称	公司类型	具体业务职能	配套整车制造商	2022 营业收入 (万元)	2022 净利润 (万元)
昆山达亚汽车零部件有限公司	全资子公司	负责技术研发、原材料采购、产品生产制造与销售	主要配套上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉、华人运通、零跑汽车等	405,166.20	28,508.45
上海多利汽车配件有限公司	全资子公司	负责原材料采购、产品销售、客户维护	主要配套上汽大众、上汽乘用车等	58,505.46	2,092.63
长沙达亚汽车配件有限公司	全资子公司	负责产品生产制造	主要配套上汽大众长沙分公司等	-	-
常州达亚汽车零部件有限公司	全资子公司	负责产品生产制造	主要配套理想汽车、上汽大通无锡分公司等	41,449.09	1,680.79
烟台达世汽车配件有限公司	全资子公司	负责产品生产制造	主要配套上汽通用东岳汽车有限公司等	-	-
上海达亚汽车配件有限公司	全资子公司	负责产品生产制造	主要配套特斯拉	73,330.76	5,670.01
宁波达世汽车配件有限公司	全资子公司	负责产品物流中转	主要配套上汽大众宁波分公司等	-	-
盐城多利汽车零部件有限公司	全资子公司	负责产品生产制造	主要配套华人运通等	728.45	-768.94
杭州达亚汽车零部件有限公司	全资子公司	新设子公司	尚未投入生产运营	-	-
安徽达亚汽车零部件有限公司	全资子公司	新设子公司	尚未投入生产运营	-	-12.68

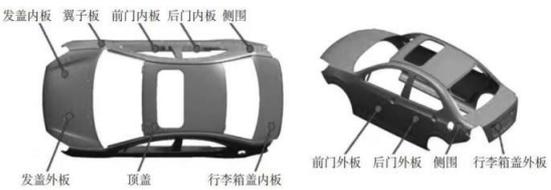
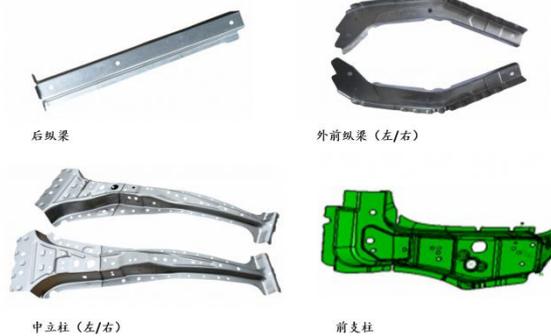
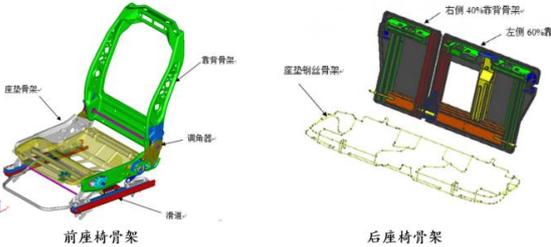
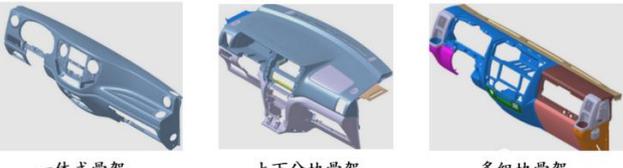
数据来源：公司公告，招股说明书，西南证券整理

## 2 行业分析：冲压零部件市场广阔，一体化压铸未来可期

### 2.1 冲压是整车制造重要一环，市场空间广阔

冲压是整车制造重要一环。整车生产制造环节分为冲压、焊接、涂装、总装四大工艺，公司主要业务所涉及的冲压环节位于整车生产环节前段，是整车生产的重要一环。冲压零部件是汽车的重要组成部分，平均每辆车上约有 1500 个冲压件，其广泛应用于车身覆盖件、结构加强件、座椅系统、仪表系统等。

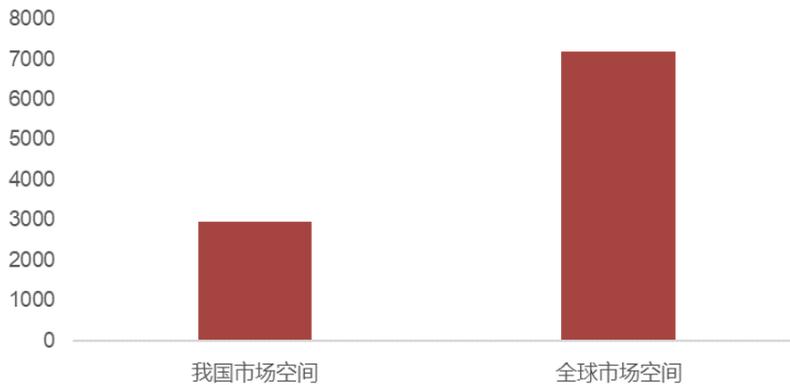
表 2：汽车冲压件的主要应用领域

冲压件在汽车的 主要应用领域	内涵	样图
车身覆盖件	指覆盖发动机、底盘，构成驾驶室、车身的金属薄板制成的空间形状的表面或内部零件冲压件 主要用作：侧围翼子板 4 个，前门内外板 4 个，后门内外板 4 个，发动机盖内外板 2 个，行李箱盖内外板 2 个，顶盖 1 个	 <p>发盖内板 翼子板 前门内板 后门内板 侧围 发盖外板 顶盖 行李箱盖内板 前门外板 后门外板 侧围 行李箱盖外板</p>
汽车结构件	指车体框架，可以理解为支撑车体的骨骼冲压件 主要用作：前后纵梁、A、B、C 三对支柱，以及前后轮旋	 <p>后纵梁 外前纵梁 (左/右) 中立柱 (左/右) 前支柱</p>
汽车加强件	指汽车骨骼的一系列强化保护结构，一般车辆碰撞是由加强件首先对碰撞力量进行缓冲吸能 冲压件主要用作：前后防撞梁和翼子板内缘	 <p>防撞梁</p>
座椅系统	座椅系统是用来在车内给驾乘者支撑，并且在保证方便进出和驾驶操作的前提下提供驾乘者有效的约束的冲压件主要用作：前座椅骨架、后座椅骨架	 <p>前座椅骨架 后座椅骨架 右侧 40% 靠背骨架 左侧 60% 靠背骨架 座椅骨架 调节器 底座</p>
仪表系统	指汽车与驾驶员进行信息交流的界面，为驾驶员提供必要的汽车运行信息，同时也是维修人员发现和排除故障的重要工具 冲压件主要用作：仪表板骨架	 <p>一体式骨架 上下分块骨架 多组块骨架</p>

数据来源：公司公告，东风模冲官网，汽车设计之家官网，西南证券整理

单车价值超万元，我国市场空间近 3000 亿元，全球市场空间超 7000 亿元。根据新思界产业研究中心数据，平均每辆车配套的冲压件的价值量在 1-1.5 万元之间。根据中汽协数据，2022 年我国乘用车销量 2356 万辆，根据国际汽车制造商组织数据，全球乘用车销量约 5749 万辆，按照单车价值 1.25 万元测算，我国乘用车冲压件市场空间大约 2945 亿元，全球市场空间约 7186 亿元。

图 7：2022 年我国冲压件市场空间与全球冲压件市场空间（亿元）

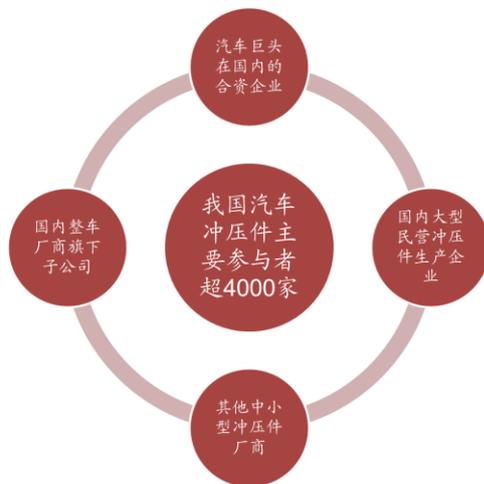


数据来源：新思界产业研究中心，中汽协，西南证券

## 2.2 竞争格局松散，市场集中度有待提升

国内参与者众多，竞争格局较为分散。汽车冲压件一般采用就近配套原则，因我国主机厂分布分散，所以汽车冲压件的参与者也较为分散。汽车冲压件的参与者主要可以分位四大类，分别是国外汽车巨头在国内的合资企业、国内大型民营冲压件生产企业、国内整车厂商旗下子公司、其他中小型冲压件厂商。根据企查查数据，截至 6 月 13 日，我国共有 4084 家汽车制造业企业经营范围包括冲压业务。

图 8：我国冲压件主要参与者



数据来源：《中国汽车冲压件行业发展现状研究与投资战略调研报告（2022-2029 年）》，企查查，西南证券整理

**CR10 市场份额不到 20%，市场集中度还有提升空间。**国内汽车冲压件上市公司较多，据我们梳理，有 16 家上市公司业务涉及汽车冲压件，其中前十家 2022 年的总营业收入为 651 亿元，占前文我们估算的我国市场空间仅 22.1%，说明目前该市场是一个分散竞争型的市场。我们分析原因主要在于我国目前整车厂分布较为分散，并且不同车型的冲压件定制化程度较高。但预计随着我国自主品牌崛起，市场集中度不断提高，上游冲压件行业的市场集中度也有望提升。

**长三角一带公司具有一定地理优势。**我们梳理的 16 家上市企业中，有 11 家办公地址位于长三角地区，主要就是得益于得天独厚的地理优势，因为我国长三角一带有上汽乘用车、上汽大众、上汽通用、蔚来汽车、特斯拉等几十家主机厂，是全国的汽车生产重地。

**表 3：长三角地区的主机厂**

省份	主机厂
上海	特斯拉、上汽乘用车、上汽通用、上汽大众、上海申龙、恒大汽车、万象汽车、上汽大通等
江苏	比亚迪、华人运通、起亚、国新新能源乘用车、吉利、斯堪尼亚、上汽大通、长安、奇瑞、北汽、奇瑞捷豹路虎等
浙江	合众、比亚迪、吉利、东风、众泰、广汽菲克、长安福特、东风裕隆、上汽大众、吉利极氪、沃尔沃、零跑、威马等
安徽	比亚迪、江淮、蔚来、安凯、奇瑞、中集等

数据来源：Marklines，西南证券整理

**表 4：汽车冲压件的主要上市公司情况**

公司	股票代码	所在省市	2022 年营收(亿元)	主要客户
宁波华翔	002048	上海市	186.72	宝马、奔驰、福特、通用、沃尔沃、捷豹路虎、特斯拉、RIVIAN、比亚迪、蔚来、小鹏和理想
凌云股份	600480	河北省	162.94	保时捷、宝马、奔驰、奥迪、光束汽车、宁德时代、长城汽车等
新朋股份	002328	上海市	58.73	上汽大众及区域内知名新能源企业
华达科技	603358	江苏省	50.66	上汽大众、一汽大众、上汽通用、广汽本田、广汽三菱、广汽丰田等
英利汽车	601279	吉林省	48.30	一汽大众、北京奔驰、上汽大众、上汽通用、吉利汽车、沃尔沃亚太、华晨宝马、广汽菲克等
祥鑫科技	002965	广东省	37.61	佛吉亚、法雷奥、奥钢联、马勒、安道拓等
多利科技	001311	江苏省	33.55	特斯拉、理想、上汽集团、上汽通用、上汽大众
常青股份	603768	安徽省	31.16	江淮汽车集团、福田戴姆勒汽车、奇瑞汽车、北汽集团、比亚迪等
天汽模	002510	天津市	23.88	-
无锡振华	605319	江苏省	17.78	上汽集团、上汽通用、上汽大众、神龙汽车等
长华股份	605018	浙江省	17.34	括东风本田、一汽大众、上汽通用、上汽大众、长城汽车、广汽本田、广汽丰田、上汽集团、东风日产、日产中国、奇瑞汽车、江铃汽车、长安福特、广汽三菱等
成飞集成	002190	四川省	14.22	奇瑞汽车、沃尔沃、路特斯、极星等
黎明股份	603006	上海市	11.96	上汽通用、上汽大众等
博俊科技	300926	江苏省	11.34	蒂森克虏伯、麦格纳、福益、耐世特、凯毅德、德尔福、伟巴斯特、科德等
威唐工业	300707	江苏省	8.65	国内外知名的新能源汽车生产商
金鸿顺	603922	江苏省	5.23	上汽大众、东南（福建）汽车、广州汽车集团等整车制造商，以及德国本特勒汽车、博士集团、德国大陆集团等汽车零部件供应商等

数据来源：wind，表中第一列各公司公告，西南证券整理

## 2.3 一体化压铸未来可期，市场空间超百亿

**一体化压铸优势明显。**2019 年特斯拉提出一体化压铸技术开创了一体化压铸的行业先河，近一年，一体化压铸持续保持着较高的关注度，我们认为，一体化压铸之所以能不断在行业掀起浪潮，主要在于一体化压铸相比传统压铸优势明显并且其拥有广阔的市场空间。与传统高压压铸相比，一体化压铸具有生产效率高、减重效果好、成本更低等优点。

- 生产效率方面，一台大型一体化压铸机压铸一次的时间不足两分钟，一天能生产 1000 个铸件，而传统的工艺，冲压加焊装 70 个零件组装一个部件，至少需要两个小时。
- 减重效果方面，一体化压铸通常能使车身减重 10%-30%，从而使汽车能耗降低、续航增高。根据蔚来在 ET5 发布会上的公告，一体化压铸使车身后底板重量降低 30%，并使后备箱空间增加 7L。
- 成本方面，一体化压铸生产周期短、前期投入较少、材料利用率高（超 90%），可以降低生产成本、土地成本、人工成本，根据马斯克在 2020 年特斯拉电池日发布会上的介绍，特斯拉 Model Y 将采用一体式压铸后底板总成，制造成本下降 40%。

**众多主机厂相继布局一体化压铸。**一体化压铸的优势吸引了众多整车厂的加入，继特斯拉之后，蔚来、高合、小康、小鹏等新势力相继布局一体化压铸，长城、长安、奇瑞等传统自主品牌也相继入局，丰田、福特等国际巨头也当仁不让。

表 5：众多主机厂布局一体化压铸（不完全统计）

主机厂	应用车型与部位	落地时间
特斯拉	Model Y 后车身底板	2020 年
	Model Y 前机舱+后底板	2022 年
	Cyber Truck 前后底板	计划 2023 年
蔚来	ET5 后底板	2023 年
	新车型前后后底板总成、CD 柱、尾门内板等	待定
小鹏	新车型的前后底板总成、一体化电池托盘	计划 2023 年
高合	高合 Z 后舱	2022 年
理想	新车型	计划 2023 年
赛力斯	问界 M9 车身	计划 2023 年四季度
长安汽车	一体化压铸前仓试制成功	2023 年 1 月
长城汽车	立中集团子公司隆达铝业（顺平）有限公司携手长城汽车精诚工科汽车系统有限公司旗下精工压铸分公司成功试制一体化压铸免热处理结构件，包括减震塔、机舱上横梁等	2022 年
奇瑞汽车	iCAR 品牌采用一体化压铸	2023 年
广汽集团	2022 年 8 月在投资者关系平台称已有一体化压铸技术储备	-
上汽集团	2022 年 6 月称一体化压铸技术已进入立项阶段	-
丰田汽车	新车型上引入一体化压铸	不详
沃尔沃	新车型引入大型铝制车身部件铸造工艺	不详
奔驰	Vision EQXX 后车身	不详
大众	Trinity 项目后车身一体式压铸件	预计 2026 年

数据来源：上表第一列各公司公告、各公司官网，盖世汽车，西南证券整理

一体化压铸将逐渐延展到前底板和白车身，市场空间超百亿。目前，一体化压铸已经在减震塔、后纵梁、后底板、前后机舱实现了应用，未来随着技术的成熟，预计前底板、白车身等都有望实现一体化压铸，将拥有百亿级的市场空间。我们假设：1) 23年乘用车销量增长1%，24、25年乘用车销量每年增长3%；2) 随着新能源车技术的成熟、供给的持续多元，预计渗透率将继续稳步提升，假设新能源乘用车23-25年渗透率分别36%、41%、46%；3) 随着技术的成熟、各主机厂和零部件厂商产能的不断投放，预计一体化压铸渗透率逐年提升，假设22-25年前底板一体化渗透率为2%/7%/14%/20%，后底板一体化渗透率分别为7%/14%/25%/30%，前机舱一体化渗透率分别为0%/2%/7%/14%，CTC电池盖一体化渗透率分别为0%/0%/2%/7%，白车身一体化的渗透率分别为0%/0%/0%/2%，其他零部件一体化渗透率分别为0%/2%/7%/14%；4) 根据我们在《汽车行业周报（7.25-7.29）：行业复苏延续，一体化压铸空间广阔》中的测算，假设2021年前底板一体化/后底板一体化/前机舱一体化/CTC电池盖一体化/白车身一体化/其他零部件一体化的平均单车价值分别4400/2800/2200/2800/13400/4000元，22-25年价格每年降1%。**基于以上假设，我们测算出国内新能源汽车一体化压铸市场2025年有望达到340亿元，23-25年CAGR160.0%。**

**表6：国内新能源一体化压铸空间测算**

	2022	2023E	2024E	2025E
乘用车年销量（万辆）	2356	2380	2451	2525
乘用车销量 YOY	10%	1%	3%	3%
新能源乘用车渗透率	29%	36%	41%	46%
新能源车销量（万辆）	689	857	1005	1161
新能源乘用车销量 YOY	107%	24%	17%	16%
前底板一体化渗透率	2%	7%	14%	20%
前底板一体化 ASP（元/辆）	4356	4312	4269	4227
后底板一体化渗透率	7%	14%	25%	30%
后底板一体化 ASP（元/辆）	2772	2744	2717	2690
前机舱一体化渗透率	-	2%	7%	14%
前机舱一体化 ASP（元/辆）	2178	2156	2135	2113
CTC 电池盖一体化渗透率	-	-	2%	7%
CTC 电池盖一体化 ASP（元/辆）	2772	2744	2717	2690
白车身一体化渗透率	-	-	-	2%
白车身一体化 ASP（元/辆）	13266	13133	13002	12872
其他零部件一体化渗透率	-	2%	7%	14%
其他零部件一体化 ASP（元/辆）	3960	3920	3881	3842
<b>一体化压铸市场规模（亿元）</b>	<b>19</b>	<b>69</b>	<b>176</b>	<b>340</b>
一体化压铸市场规模 YOY	937%	257%	155%	93%

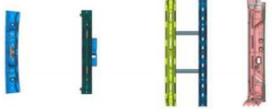
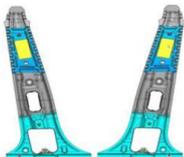
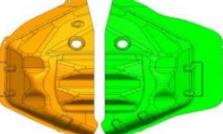
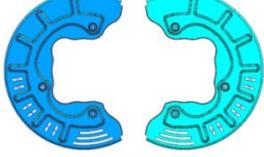
数据来源：中汽协，西南证券

### 3 公司分析：与特斯拉/理想共成长，布局一体化压铸打开成长空间

#### 3.1 产品矩阵丰富，市占率还有提升空间

**产品矩阵丰富。**公司生产的冲压零部件产品包括各类结构件、加强件、底板和部分覆盖件等，合计种类达 3000 余种，其中最主要的产品前纵梁、水箱总成、后纵梁、天窗框、轮罩、门窗框、顶盖梁、A 柱内板、B 柱加强板和挡泥板等。

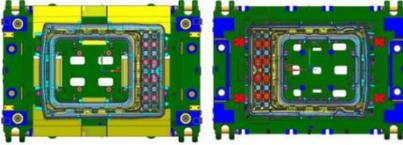
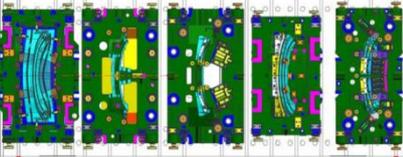
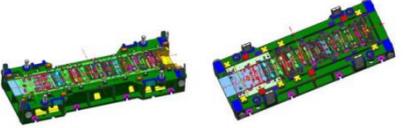
表 7：公司的主要冲压汽车零部件产品样图

主要产品名称	主要产品样图	主要产品名称	主要产品样图
前纵梁		门窗框	
水箱板总成		顶盖梁	
后纵梁		A 柱内板等	
天窗框		B 柱加强板等	
轮罩		挡泥板	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**具有行业领先的模具开发能力，赋能冲压件生产。**公司具有行业领先的模具开发能力，目前已形成从前期工艺流程设计分析、冲压工艺模拟分析、到后期模具设计制造的完整技术工艺。这些技术工艺可有效缩短模具制造的周期，提高模具产品的精度，有效控制整体生产成本。公司在冲压模具设计、开发、制造等核心技术上取得了多项专利，公司通过多年的技术积累，可以在高精度、高强度、超高强度材料方面实现单冲模、多工位模和级进模的设计开发、制造加工、销售和服务一体化。公司强大的模具开发能力也很好的赋能了冲压件生产，因为冲压模具的设计开发和加工能力对汽车冲压零部件产品总制造成本、质量及性能具有决定性作用。

表 8：公司的主要冲压模具情况

主要产品名称	主要产品样图	产品特点
单冲模		单冲模具适用于白车身主要零部件的冲压，其特点是工作内容分序冲压，使产品各个不同特征分步实现，有利于复杂零件、压力需求较大的零件的冲压
多工位模		多工位模可实现同时完成多道工序，具有生产节拍快，生产效率高的特点，适用于横梁类、前后保险杠、前后围板等细长型零件
级进模		级进模具有生产效率更高，模具安装方便的特点，缺点是工艺安排有一定局限性，材料利用率较低，适用于工艺相对简单、尺寸较小的车身结构零件

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

开发新能源客户使得公司在多个冲压零部件领域实现零的突破。得益于特斯拉等新能源客户的开发，2020 年公司在前门铰链柱加强板件、后框架支柱总成件等实现了零的突破。但目前公司市占率并不高，并且新能源汽车行业还在快速发展、公司的主要客户销量也在快速增长，预计公司市占率还有很大的提升空间。

图 9：多利科技客户开发历程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

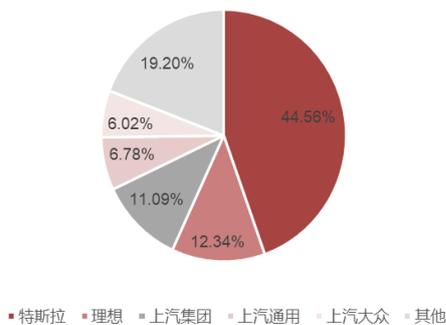
**表 9：公司各冲压件的国内市场占有率情况**

市场	冲压零部件名称	2019 年	2020 年	2021 年	22H1
乘用车市场	前纵梁	4.69%	3.65%	3.47%	3.93%
	后纵梁	1.77%	1.50%	1.32%	1.29%
	水箱板总成	3.97%	3.22%	3.59%	3.65%
	集气箱下板总成	2.40%	2.28%	1.97%	1.59%
	天窗加强板总成	0.57%	0.64%	0.49%	0.60%
新能源汽车市场	前门铰链柱加强板件	0.00%	9.90%	8.09%	4.46%
	后框架支柱总成件	0.00%	7.94%	7.98%	4.43%
	C 柱内安装板总成	0.01%	9.80%	11.92%	6.88%
	纵梁总成	0.00%	8.08%	7.99%	4.41%
	发动机电池盖板	0.00%	11.38%	8.05%	4.39%

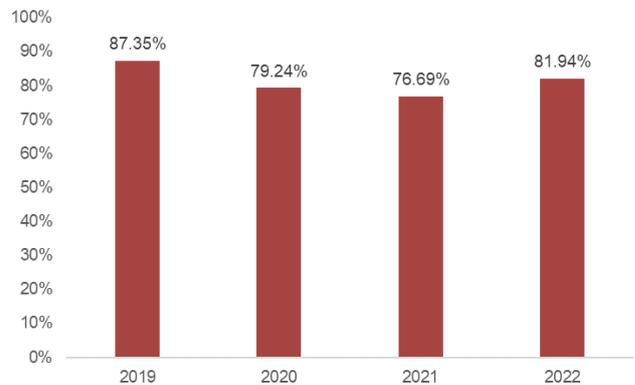
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 客户优质，深度绑定特斯拉与理想

**客户优质，前五大客户集中度较高。**公司拥有优质的客户群体，整车客户包括特斯拉、理想、上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等，零部件客户包括新朋股份、上海同舟、华域车身等。根据公司招股说明书，22H1 公司前五大客户分别为特斯拉、理想汽车、上汽集团、上汽通用、上汽大众，前五大客户集中度达 80.8%，最新 22 年年报显示公司前五大客户集中度为 81.9%。

**图 10：22H1 公司客户结构**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**图 11：公司前五大客户集中度在 80%左右**


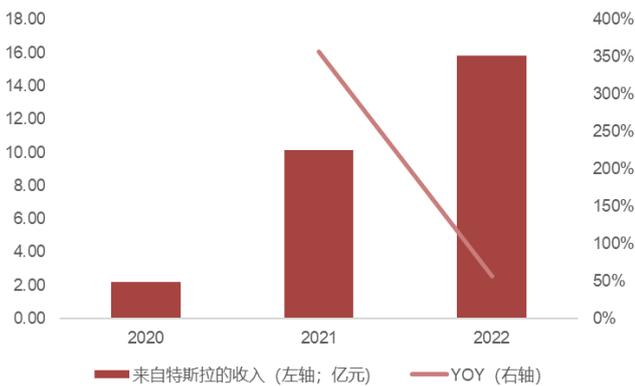
数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

**深度绑定特斯拉，Model 3/Model Y 热销带来公司收入高增。**2019 年，公司成为特斯拉 Model 3 和 Model Y 车型的供应商，为其定点开发冲压零部件及模具；2020 年开始，特斯拉 Model 3 和 Model Y 热销，使得特斯拉一举成为公司第四大客户；21、22 年特斯拉 Model 3 和 Model Y 销量继续高增，叠加公司对特斯拉单车配套价值进一步增长，使得公司对特斯拉的收入从 20 年的 2.2 亿元快速增长到了 22 年的 15.8 亿元，从而促进了公司总收入连续两年的高增。

**图 12: 公司为特斯拉供应的主要汽车零部件**

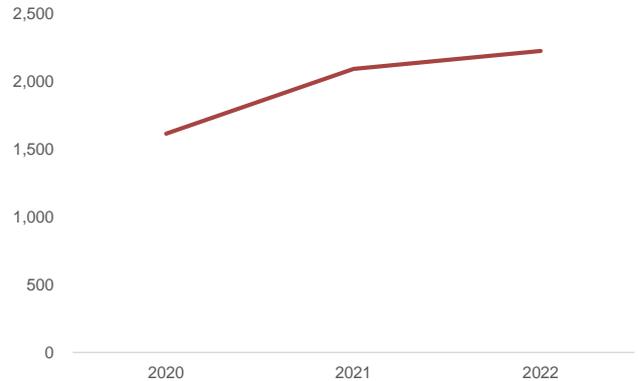
Model Y	门铰链加强板、副车架支架、顶盖总成、车架纵梁、前门加强板、后地板横梁总成、门框加强板等
Model 3	翼子板内板、车门防撞梁、玻璃导轨、减震塔、大地板、尾端板、充电口支架、车尾纵梁安装板、前舱侧翼加强板、电池支架托架总成、防撞梁支架、踏板总成、前舱侧翼加强板、车尾纵梁安装板等

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

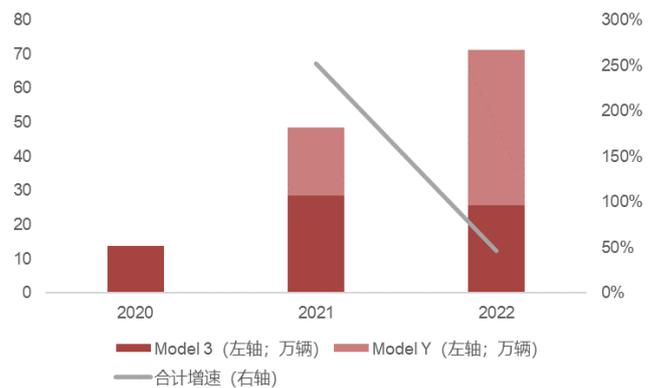
**图 14: 公司来自特斯拉的收入持续高增**


数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 西南证券整理; 注: 2022 年公司没有披露前五大客户名称, 我们据 22H1 的披露以及特斯拉的销量表现分析公司 2022 年公司的第一大客户仍是特斯拉

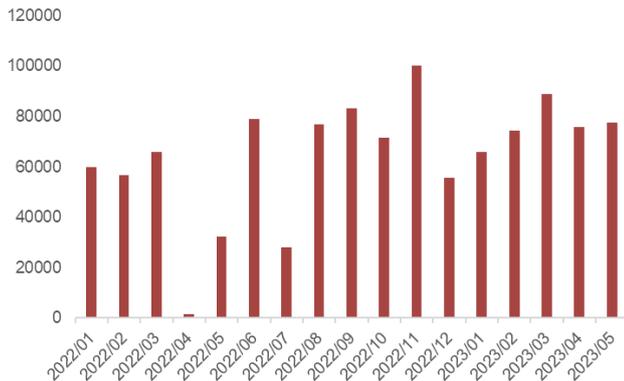
**特斯拉销量有望继续提升, 带动公司收入继续高增。**销量方面, 特斯拉 Model 3/Y 在中国的销量 (包括出口) 继续高增, 2023 年前 5 月销量达 38.3 万辆, 同比增长 77.4%。此外, 特斯拉 CEO 马斯克称特斯拉正在研发全新车型, 有望在未来一段时间推出, 更加丰富的产品线也有望进一步带动特斯拉中国的销量提升。产能方面, 根据澎湃新闻新闻, 22 年 7 月特斯拉上海的产能已经超过 75 万台, 并且, 特斯拉上海还在积极的扩建产能, 以满足未来需求的高增。我们保守假设今年未来几个月特斯拉上海 (含出口) 的月销量平均 8 万辆, 则全年特斯拉上海 (含出口) 的销量将达到 94.3 万辆, 同比增长 52.4%。

**图 13: 公司为特斯拉配套的单车价值持续提升**


数据来源: Marklines, 西南证券整理; 注: 此处是用来自特斯拉的收入除以特斯拉中国地区销量 (含出口), 没有考虑来自特斯拉海外的收入以及特斯拉海外的销量

**图 15: 特斯拉中国 (含出口) 销量持续高增**


数据来源: Marklines, 西南证券整理; 注: 此处是中国地区销量 (含出口)

**图 16: 特斯拉 2022 年以来的月销量 (辆)**


数据来源: Marklines, 西南证券整理

**图 17: 特斯拉新车型谍照**


数据来源: 汽车之家, 西南证券整理; 注: 此图片非特斯拉官方公布, 与未来真正的新车型外观可能会有出入

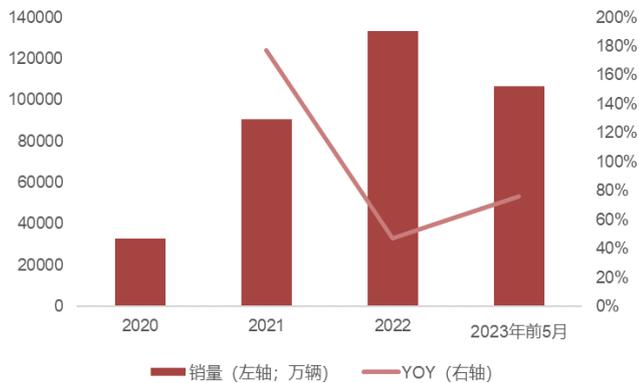
基于特斯拉的降本需求, 公司有望为特斯拉海外更多的配套。特斯拉一直以来都有很强的降本需求, 其对外事务副总裁陶琳称, 特斯拉上海工厂供应链本地化率在 22 年下半年已经超过 95%。中国汽车供应商基于产业协同优势和相对欧美的人力成本优势等优势, 相对欧美具有明显的成本优势, 我们分析特斯拉海外基于降本的需求, 也会逐渐加大国产配套率。而公司基于和特斯拉深厚的合作基础, 也有望成为特斯拉海外的目标供应商。截止 22Q3, 特斯拉海外的产能已经达到了 115 万辆, 并且在内华达、德克萨斯州还有在建产能, 墨西哥也有建厂计划, 所以若公司成功成为特斯拉海外重要供应商, 也将带来可观的收入增量。

**表 10: 特斯拉产能布局情况**

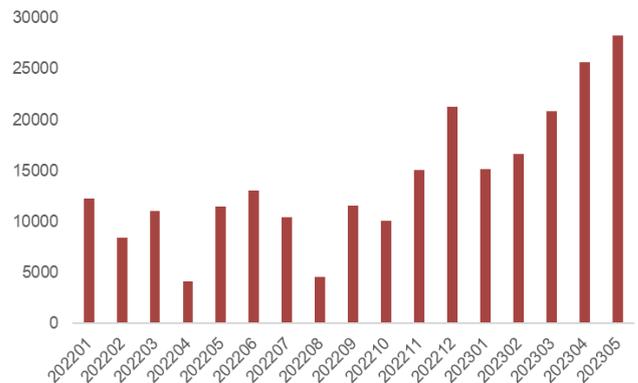
地区	车型	产能 (辆)	进度
加州	Model S / Model X	100000	投产
	Model 3 / Model Y	550000	投产
上海	Model 3 / Model Y	>750,000	投产
柏林	Model Y	>250,000	投产
德克萨斯	Model Y	>250,000	投产
	Cybertruck	-	在建
内华达	Tesla Semi	-	试生产
待定	Roadster	-	进展中
	Robotaxi & Others	-	进展中
墨西哥	-	-	推进中

数据来源: 特斯拉公告, 西南证券整理

理想销量高增, 有望继续为公司贡献重要增量。2022 年, 理想汽车销量同比增长 47.2%, 受益于理想汽车销量的高增, 公司来自理想汽车的收入同比增长 46.9%, 为公司贡献了 1.2 亿的收入增量。2023 年, 得益于 L7/L8/L9 的热销, 前 5 月理想汽车销量达 10.7 万辆, 同比增长 76.4%, 目前理想汽车 L7/L8/L9 销量都处于持续增长的势头中, 全年有望完成“争 30 万辆”的销量目标, 同比增速有望超 180%, 从而为公司贡献可观的收入和利润增量。

**图 18: 理想汽车年销量走势**


数据来源: Marklines, 西南证券整理

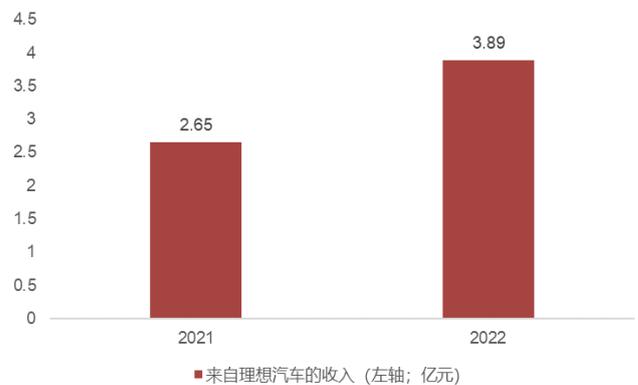
**图 19: 2月月以来理想汽车月销环比持续增长**


数据来源: Marklines, 西南证券整理

**图 20: 公司为理想汽车供应的主要汽车零部件**

理想 ONE	空气室盖总成、后围总成、天窗加强板焊接总成、顶盖中横梁总成、前围上盖板总成、D 柱内板总成、侧围后内板分总成、侧围 D 柱加强板总成、散热器上横梁总成、侧围 A 柱内板上段总成、前座椅后横梁总成、前地板左梁总成、后地板第二横梁焊接总成等
理想 L7	
理想 L8	
理想 L9	

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

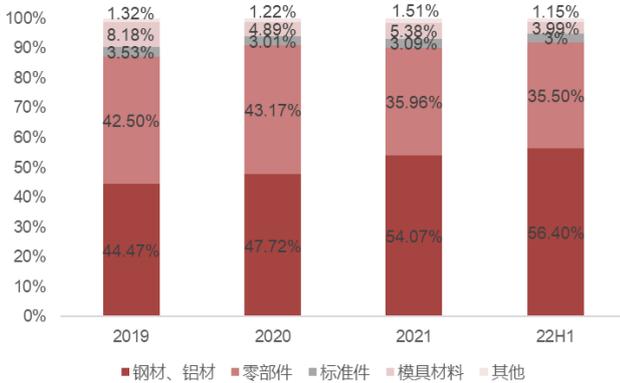
**图 21: 公司来自于理想汽车的收入情况**


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理; 注: 2022 年公司没有披露前五大客户名称, 我们据 22H1 的披露以及理想的销量表现分析公司 2022 年公司的第二大客户仍是理想

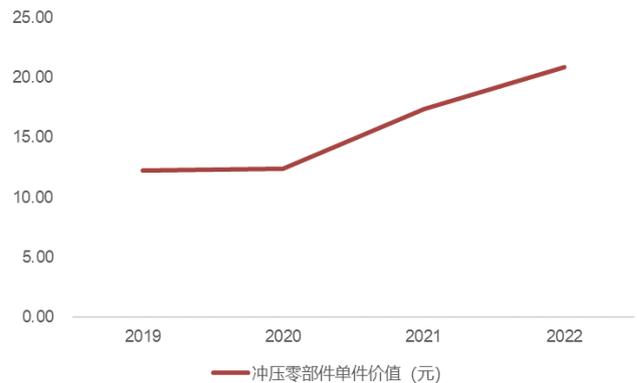
### 3.3 单件价值量持续提升, 产能布局充足

公司的原材料主要是钢材、铝材。公司的原材料主要包括钢材、铝材、零部件、标准件和模具材料等, 其中钢材和铝材是最重要的原材料, 其成本占公司所有原材料成本的 50% 左右。

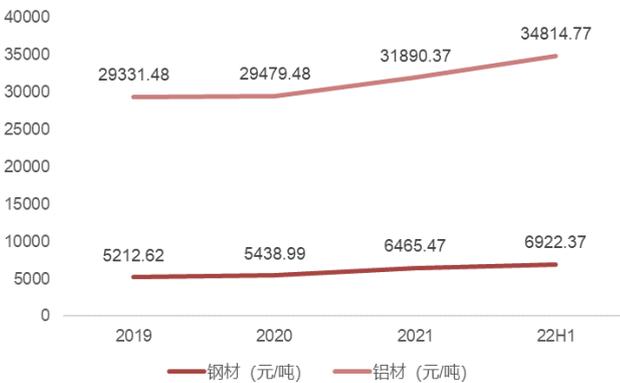
公司冲压零部件单件价值仍有望继续提升。公司冲压零部件单件价值从 2019 年的 12.2 元/件上涨至 2022 年的 22.9 元/件, 涨幅高达 71%, 我们分析主要有两个原因: 1) 公司主要原材料钢材、铝材价格大幅上涨, 从采购成本角度看, 22H1 公司钢材的单吨采购成本较 2019 年增加 32.8%, 铝材的单吨采购成本较 2019 年增加 18.7%; 2) 公司冲压零部件大幅提升是在 2021 年, 我们分析原因可能是公司客户结构改变, 2021 年公司来自特斯拉和理想的收入占比达到了 46.2%, 而 20 年特斯拉仅占 13.2%, 理想则未进入前五大客户。展望未来, 随着特斯拉和理想销量的继续高增, 以及公司新开发的其他新能源客户的放量, 我们认为公司冲压零部件的单件价值仍有继续提升的空间。

**图 22：公司原材料的主要结构**


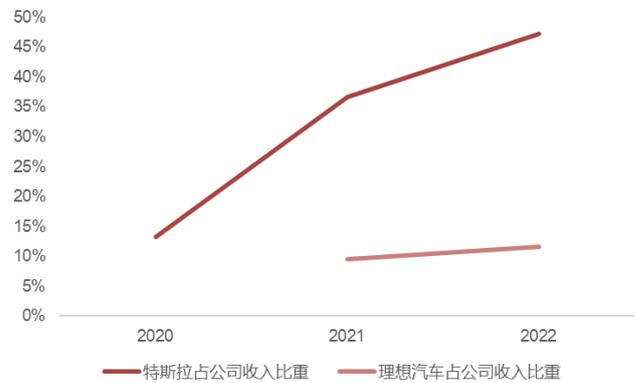
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**图 23：公司冲压零部件单件价值持续提升**


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

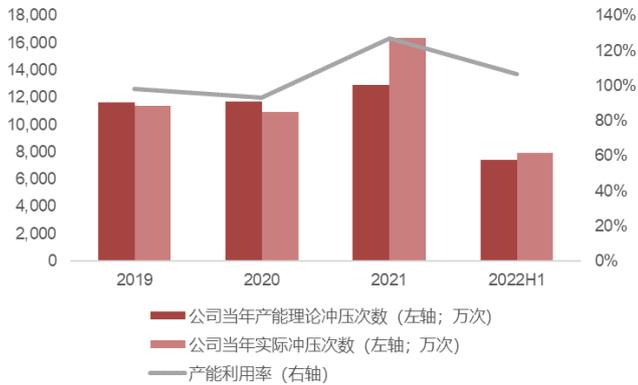
**图 24：公司钢材、铝材采购成本持续提升**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

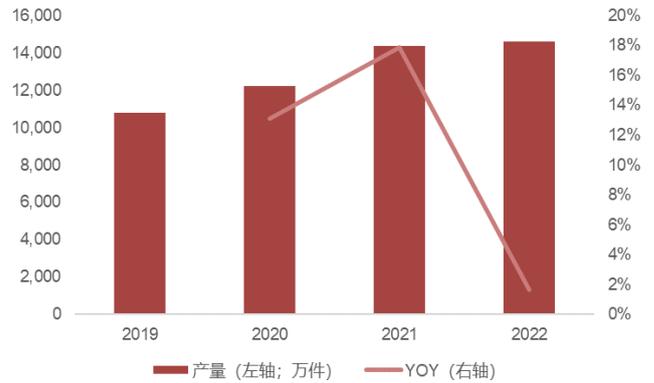
**图 25：公司新能源客户占比持续提升**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理；注：1) 2020 年理想汽车未进入公司前五大客户，故无细分收入和占比数据，2022 年公司没有披露前五大客户名称，我们据 22H1 的披露以及特斯拉和理想的销量表现分析公司 2022 年公司的第一、二大客户仍然是特斯拉和理想；2) 公司还拥有蔚来、零跑、华人运通等新能源客户，但未披露细分收入

**产能利用率饱和，积极扩产满足下游需求。**公司一直在扩建产能以满足下游持续增长的需求，22H1 公司理论冲压次数（年化）已达 1.5 亿次，较 2019 年增长了 28.3%，2022 年全年公司冲压件产量达 1.5 亿件，较 2019 年增长 35.5%，特斯拉、理想等新客户的快速放量使得近两年公司的产能利用率仍处于非常饱和的状态。目前，公司在继续积极扩建产能，据公司招股说明书，公司 IPO 募集资金主要用于滁州、常州、昆山、盐城的产能建设，包括补充流动资金的项目在内的总投资高达 23.9 亿元，项目全部达产后将增加 9180 万件冲压件产能。根据公司 2022 年年报，公司常州二期厂房已经建设完毕，昆山、盐城、滁州项目均在有序建设中。

**图 26: 公司产能利用率处于饱和状态**


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

**图 27: 公司冲压零部件产量持续增长**


数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

**表 11: 公司 IPO 募集资金使用计划**

项目名称	项目总投资(万元)	拟使用募集资金(万元)	新增产能	主要配套客户
滁州多利汽车科技股份有限公司汽车零部件自动化工厂项目	60,148.78	49,114.33	年新增 2300 万件冲压件的生产能力	上汽大众、蔚来汽车等
常州达亚汽车零部件有限公司汽车零部件生产项目	51,455.20	38,362.15	一期使用自有资金新增年产上汽大通 SV63 车型 6 万台(套)、理想汽车 M01 车型 15 万台(套)焊接件的生产项目建设, 一期投资已完成; 二期将实现年新增 1,320 万件汽车冲压件和 10 万套焊接件	上汽大通、理想汽车
昆山达亚汽车零部件有限公司汽车电池托盘、冲压件生产项目	30,617.79	24,938.55	将实现年新增 20 万套电池托盘、1560 万件冲压件的生产能力	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车和特斯拉
盐城多利汽车零部件有限公司汽车零部件制造项目	43,325.88	36,601.66	可实现年产车身及底盘零部件 1200 万件的生产能力	华人运通、上汽大众和上汽乘用车
昆山达亚汽车零部件有限公司冲压生产线技改项目	23,898.17	23,652.01	将新增年产 1600 万件冲压件的生产能力	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉和理想汽车
补充流动资金项目	30,000.00	30,000.00	-	-
合计	239,445.82	202,668.70	合计增加 9180 万件冲压件产能、20 万套电池托盘产能和 21 万套焊接件产能	-

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 12: 截至 2022 年末的主要在建工程 (万元)**

项目名称	预算数	期初余额	本期增加额	本期转入固定资产	期末余额
常州二期厂房建设工程	3546.26	31.84	3295.34	-	3327.18
昆山新厂房	6629.26	-	6427.54	5639.17	788.36
盐城厂房	10344.92	-	1930.60	-	-
安徽厂房	3546.26	31.84	3295.34	-	3327.18

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.4 布局一体化压铸，打开成长空间

采购 6100T 设备进军一体化压铸，打开未来成长空间。根据公司招股说明书，公司于 2021 年 5 月与布勒签订设备采购合同，斥资 3600 万采购采购 6100T 冷室卧式压铸机，标志着公司正式进军一体化压铸领域。目前，公司一体化压铸项目正在有序推进，根据公司 2022 年年报，公司在设备购置、工厂建设、人才储备和业务开拓方面同步推进，目前已积累了良好的研发及生产基础，并取得了较高的产品良率，将对公司传统业务形成有力补充，也将进一步打开公司未来的成长空间。

表 13：公司 6100T 冷室卧式压铸机已转入固定资产（截至 2022 年末）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加额	本期转入固定资产	期末余额
6100T 冷室卧式压铸机（万元）	-	-	4707.96	4707.96	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

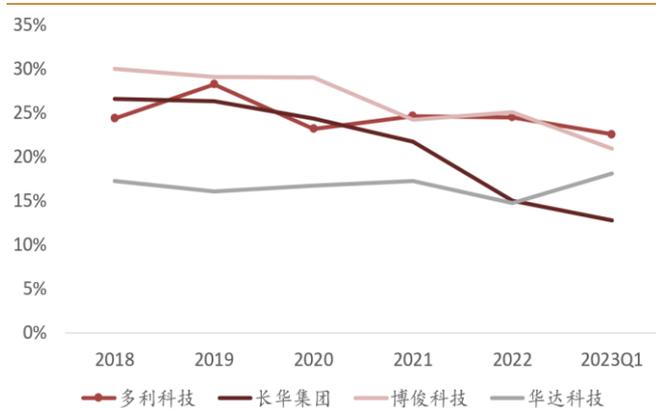
## 4 财务分析：盈利能力行业领先

### 4.1 盈利能力领先

**盈利能力行业领先。**毛利率方面，2018 年以来公司毛利率呈相对平稳的趋势，仅在 2020 年有较大幅度的下滑。主要原因是 2020 年受新冠疫情影响，销量下滑带动产能利用率降低。最新 23Q1 毛利率为 22.58%，同比下降 2.92pp。与同行业上市公司相比，公司冲压零部件的毛利率相对较高，而冲压模具的毛利率相对较低，主要原因是公司作为零部件和模具的一体化供应商，在项目报价过程中，出于长期利益考虑，更有意愿降低模具产品报价而提高零部件产品报价，牺牲部分短期利益，通过后续零部件的生产和销售，获取未来更大的利润空间。

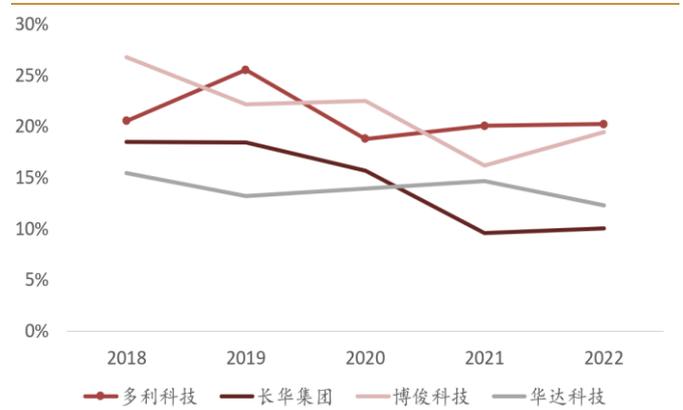
净利率方面，受新冠疫情影响，2020 年公司净利率下滑到 11.40%，2021 年疫情逐步缓解，汽车行业逐步复苏，尤其是国内新能源汽车销售出现逆势增长，公司净利率随之上升到 13.91%，22Q2 上海及周边地区因新冠疫情影响实行了较长时间的封控管理措施，公司子公司上海达亚、昆山达亚及部分位于上海的整车厂商出现了短期停工，对公司相关产品的生产及物流交付产生不利影响，因此 2022 年公司净利率下降到 13.30%。最新 23Q1 净利率为 12.90%，同比上升 6.01pp。与可比公司对比来看，公司净利率持续处于行业领先水平。

图 28：公司与可比公司毛利率

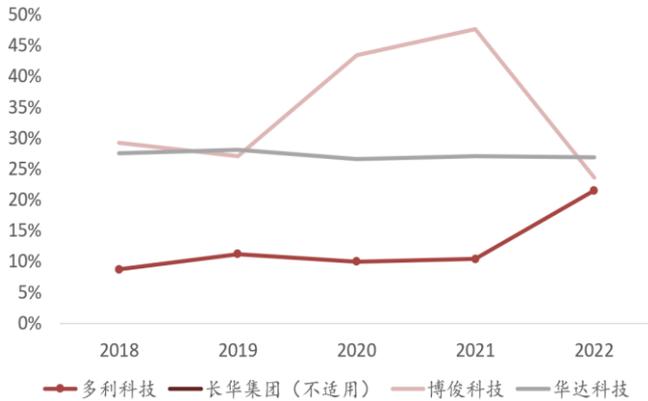


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

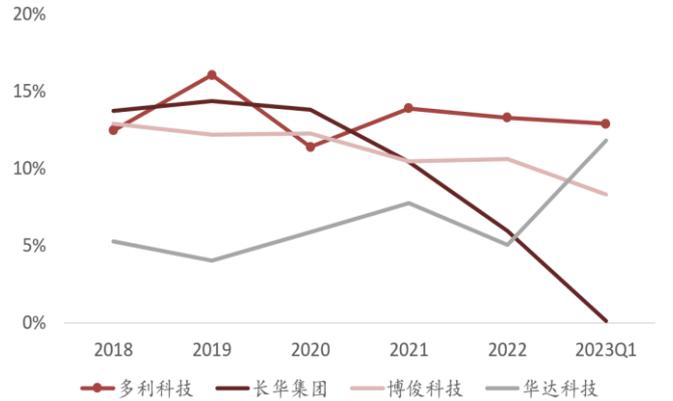
图 29：公司与可比公司冲压零部件毛利率



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

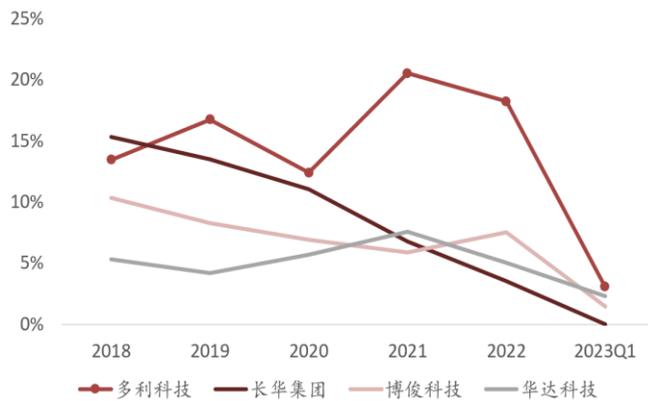
**图 30：公司与可比公司冲压模具毛利率**


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

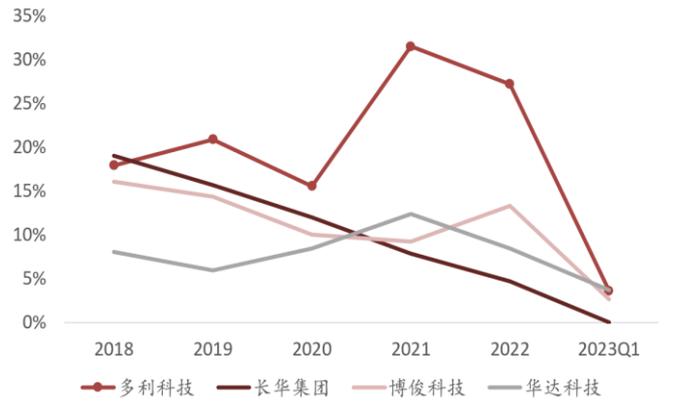
**图 31：公司与可比公司净利率**


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

**ROA/ROE 均处于行业领先水平。**公司 ROE\ROA 与净利率走势基本一致，受益于公司净利率水平处于行业领先水平，公司 ROA、ROE 也持续处于行业领先水平，最新 2023 年第一季度公司 ROA、ROE 分别为 3.07%、3.64%。

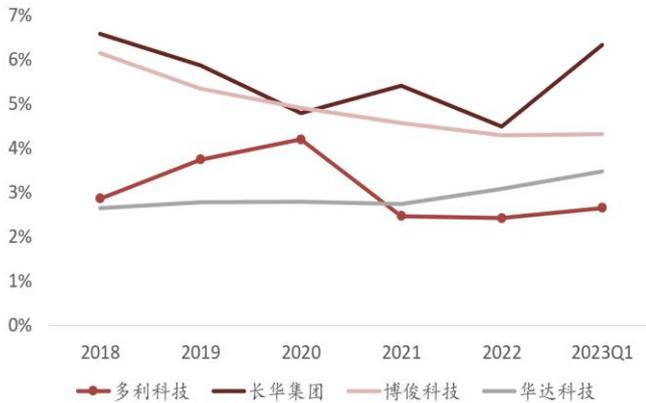
**图 32：公司与可比公司 ROA (%) 走势**


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

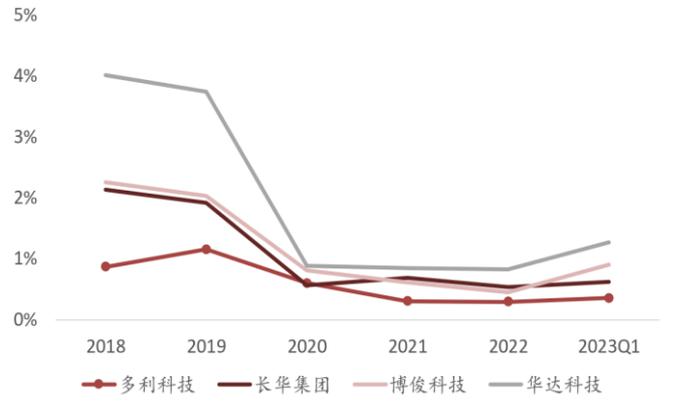
**图 33：公司与可比公司 ROE (%) 走势**


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

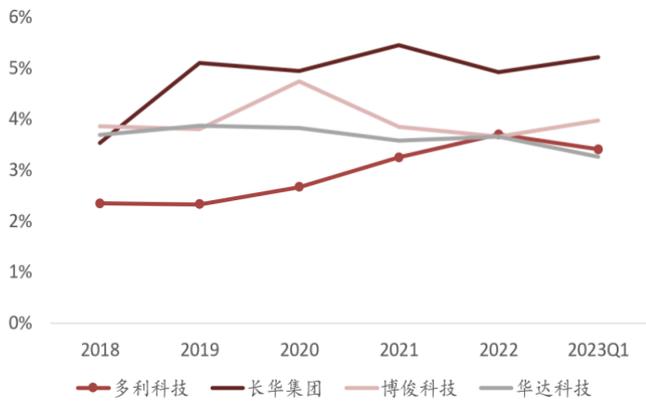
**费用率相对较低。**最新 23Q1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 2.65%/0.36%/3.41%/0.49%。与可比公司相比，公司管理费用率/销售费用率/研发费用率处于较低水平，公司财务费用率处于中游水平。分析来看，公司销售费用率低于同行业可比上市公司的平均值，主要是公司运杂费占营业收入的比例低于可比上市公司的平均值，具体原因包括：1) 报告期内公司主要客户上汽通用、上汽乘用车、南汽集团等主要采取自提货物的方式，不涉及运费，其他客户如上汽大众采取自提和送货相结合的方式。2) 公司为及时响应客户对供货的需求，分别在昆山、滁州、长沙、上海等地围绕整车制造商所在区域选址设立生产基地，大幅缩短了运输半径，减少了运输成本。3) 此外，公司拥有运输车队，自有车队的运输成本相对较低。2019-2022 年，公司研发费用率的持续提高，主要是由于研发新能源汽车配套产品项目投入增加。

**图 34：公司与可比公司管理费用率走势**


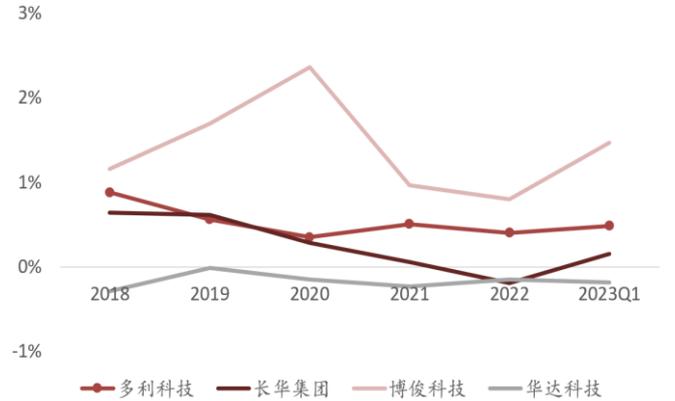
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

**图 35：公司与可比公司销售费用率走势**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

**图 36：公司与可比公司研发费用率走势**


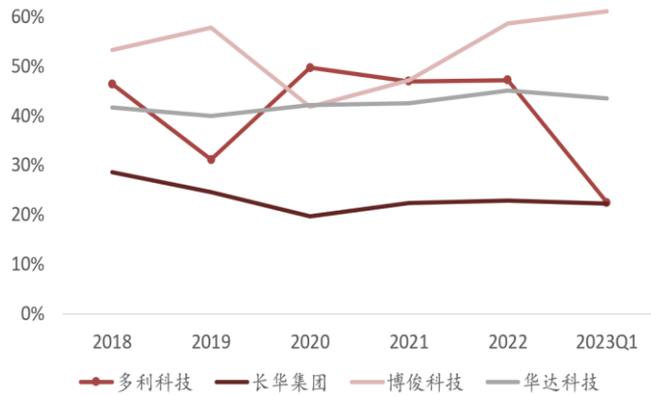
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

**图 37：公司与可比公司财务费用率走势**


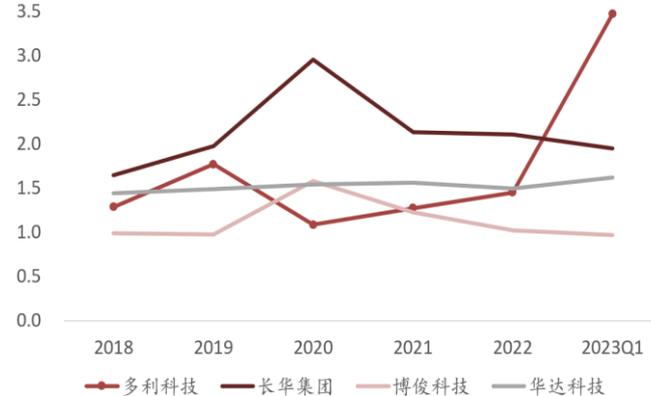
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

## 4.2 偿债能力、总资产周转率相对较好

公司短/长期偿债能力较强。公司资产负债率位于行业较低水平，流动比率位于行业中游水平，说明公司经营风格相对稳健，偿债能力相对较强。最新 23Q1 公司资产负债率/流动比率为 22.48%/3.5，资产负债率大幅降低、流动比率大幅提升，主要原因是 2 月公司于深交所上市，提高了公司的融资能力，总资产和流动资产大幅增加。

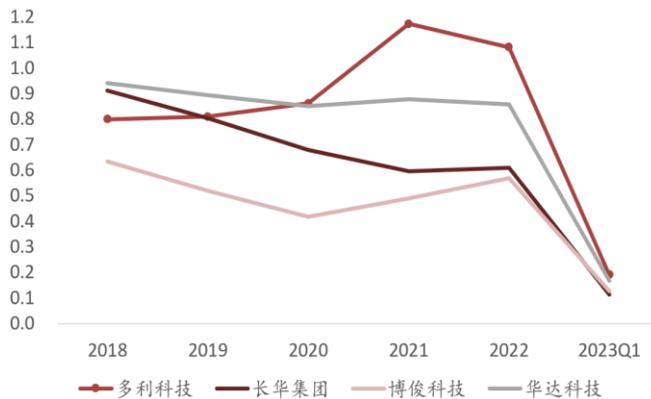
**图 38：公司与可比公司资产负债率走势**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

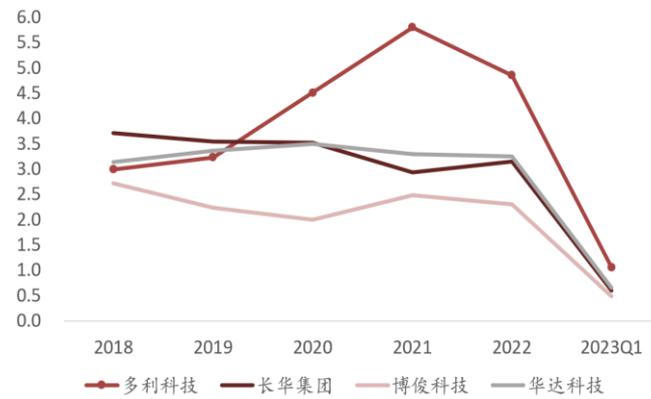
**图 39：公司与可比公司流动比率走势**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

**存货周转率相对较高。**2019-2021年，公司新定点开发的车型陆续投入量产，对应的模具从存货结转至主营业务成本或长期待摊费用，使得存货中的模具金额及占比呈下降趋势，公司总体的存货周转率有所提高。2022年，由于疫情管控措施影响，部分整车厂推迟了冲压模具的 PPAP 验收时间，使得公司存货中的模具余额及占比有所增长，公司总体的存货周转率有所下降。最新 23Q1 公司总资产周转率/存货周转率为 0.19/1.06 次。

**图 40：公司与可比公司总资产周转率走势（次）**


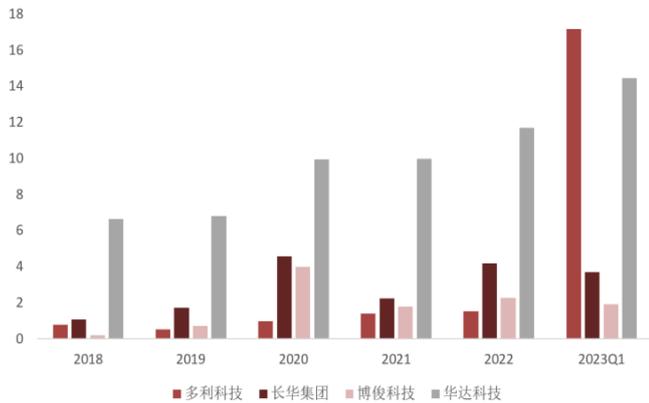
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

**图 41：公司与可比公司存货周转率走势（次）**


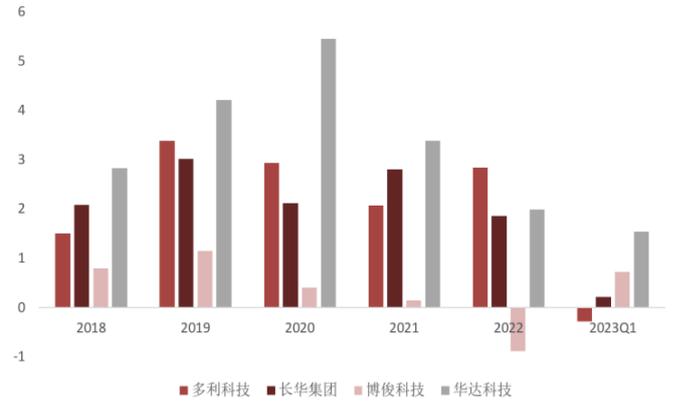
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

**货币资金充裕，经营性现金流较好。**2019-23Q1，公司货币资金一直保持上升趋势，从 0.51 亿元增加到 17.15 亿元。2020 年，公司货币资金增加到 0.95 亿元，主要原因包括：1) 发行人 2020 年末收到 11 名自然人增资款；2) 新增大客户，订单持续放量，所以 20-22 年货币资金持续提升。23Q1 公司货币资金增加到 17.15 亿元，达到行业领先水平，主要是由于 2 月公司于深交所上市，大幅提高了公司的融资能力。

公司经营性现金流也较为健康，2021 年度，公司经营性现金流量净额同比下降 29.42%，达到 2.07 亿元，主要是因为用于购买原材料支付的现金增加导致。2022 年，公司经营性现金流量净额同比上升 37.23%，达到 2.84 亿元，主要原因是公司 2021 年新能源汽车配套的零部件业务订单数量增长较快，形成的销售收入在 2022 年陆续回款。最新 23Q1 公司经营性现金流量净额下降到 -0.29 亿元，主要是随着公司业务规模的扩大，购买商品、接受劳务支付的现金流出增加，同时产品销售和回款相对于采购存在滞后性。

**图 42: 公司与可比公司货币资金情况 (亿元)**


数据来源: 同花顺 iFind, 西南证券整理

**图 43: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)**


数据来源: 同花顺 iFind, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 基于公司产能快速扩张以及下游客户销量快速增长, 假设 23-25 年公司冲压零部件销量分别 1.7、2.2、2.7 万件。

假设 2: 基于公司客户结构不断优化, 假设 23-25 年公司冲压零部件单价每年增长 3%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

**表 14: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
冲压零部件	收入	3,050.34	3,662.00	4,659.36	5,713.26
	增速	23.35%	20.05%	27.24%	22.62%
	毛利率	20.26%	20.50%	21.00%	22.00%
冲压模具	收入	120.56	132.62	145.88	160.47
	增速	0.89%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	21.52%	21.50%	21.50%	21.50%
其他业务	收入	184.10	202.51	222.76	245.04
	增速	2.44%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	97.50%	98.00%	98.00%	98.00%
合计	收入	3,355.01	3,997.14	5,028.01	6,118.78
	增速	21.03%	19.14%	25.79%	21.69%
	毛利率	24.54%	24.46%	24.43%	25.03%

数据来源: Wind, 西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2023-2025 年营业收入分别为 40.0、50.3、61.2 亿元，同比增速分别为 19.1%/25.8%/21.7%，归母净利润分别为 5.4、6.9、8.3 亿元，同比增速分别为 20.8%/27.3%/21.2%。

## 5.2 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 2023 年平均 PE 为 27 倍。考虑到公司客户结构优质、进军一体化压铸打开成长空间，给予公司 2023 年 27 倍 PE，目标价 79.38 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 15：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300926.SZ	博俊科技	23.07	0.53	0.85	1.50	2.05	43.49	27.26	15.35	11.27
605018.SH	长华集团	10.38	0.23	0.38	0.49	0.58	44.69	27.68	21.12	17.75
均值							44.09	27.47	18.24	14.51
001311.SZ	多利科技	60.89	2.43	2.94	3.74	4.53	25.06	20.74	16.30	13.45

数据来源：Wind，西南证券整理

## 6 风险提示

1) 钢材、铝材波动风险。公司主要的原材料主要是钢材、铝材，占公司所有原材料成本 50% 左右，若钢材、铝材价格大幅上涨，可能侵蚀公司的利润。

2) 大客户增长不及预期风险。特斯拉和理想是公司前两大客户，收入占比超 50%，若两大客户销量不及预期，将很大程度的影响公司的收入和利润。

3) 一体化压铸业务进展不及预期风险。一体化压铸是公司的重要看点，若该业务进展不及预期，将影响市场对公司未来增长的预期。

4) 汽车行业需求不及预期风险。公司下游是汽车行业，若汽车行业续期不及预期，将影响公司的收入和利润。

5) 一体化压铸渗透率增长不及预期风险。公司一体化压铸业务增长，是基于整体行业一体化压铸渗透率的快速提升，如渗透率提升不及预期，可能会影响公司业务增长。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3355.01	3997.14	5028.01	6118.78	净利润	446.38	539.39	686.45	831.73
营业成本	2531.94	3019.45	3799.87	4587.22	折旧与摊销	150.93	95.98	102.47	107.22
营业税金及附加	20.61	24.55	30.89	37.59	财务费用	13.60	37.18	35.03	35.36
销售费用	9.93	11.83	14.88	67.92	资产减值损失	-15.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	81.36	239.83	301.68	367.13	经营营运资本变动	-306.67	-21.70	-326.75	-278.23
财务费用	13.60	37.18	35.03	35.36	其他	-5.16	3.42	20.07	20.47
资产减值损失	-15.39	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>283.69</b>	<b>654.26</b>	<b>517.27</b>	<b>716.55</b>
投资收益	-1.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-512.15	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.87	0.00	0.00	0.00	其他	21.10	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-491.05</b>	<b>-100.00</b>	<b>-100.00</b>	<b>-100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>549.80</b>	<b>664.30</b>	<b>845.66</b>	<b>1023.57</b>	短期借款	3.06	-256.32	-30.70	0.00
其他非经营损益	-0.45	-3.00	-3.00	-3.00	长期借款	230.72	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>549.35</b>	<b>661.30</b>	<b>842.66</b>	<b>1020.57</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	102.97	121.91	156.21	188.84	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	446.38	539.39	686.45	831.73	其他	-24.75	-50.10	-35.03	-35.36
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>209.03</b>	<b>-306.41</b>	<b>-65.73</b>	<b>-35.36</b>
归属母公司股东净利润	446.38	539.39	686.45	831.73	<b>现金流量净额</b>	<b>6.51</b>	<b>247.85</b>	<b>351.54</b>	<b>581.19</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	151.86	399.71	751.25	1332.44	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1174.40	1419.29	1776.14	2161.27	销售收入增长率	21.03%	19.14%	25.79%	21.69%
存货	608.43	684.61	870.42	1060.44	营业利润增长率	18.08%	20.83%	27.30%	21.04%
其他流动资产	48.37	46.91	58.78	71.35	净利润增长率	15.78%	20.84%	27.26%	21.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.02%	11.64%	23.29%	18.61%
投资性房地产	4.13	4.13	4.13	4.13	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1117.70	1136.16	1148.13	1155.35	毛利率	24.53%	24.46%	24.43%	25.03%
无形资产和开发支出	183.95	175.55	167.15	158.76	三费率	3.13%	7.23%	6.99%	7.69%
其他非流动资产	239.14	233.09	227.05	221.00	净利率	13.30%	13.49%	13.65%	13.59%
<b>资产总计</b>	<b>3527.98</b>	<b>4099.46</b>	<b>5003.05</b>	<b>6164.73</b>	ROE	23.97%	22.46%	22.23%	21.22%
短期借款	387.02	130.70	100.00	100.00	ROA	12.65%	13.16%	13.72%	13.49%
应付和预收款项	909.64	1120.19	1387.59	1680.72	ROIC	21.21%	22.53%	25.70%	27.12%
长期借款	230.72	230.72	230.72	230.72	EBITDA/销售收入	21.29%	19.95%	19.55%	19.06%
其他负债	138.34	216.20	196.65	233.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1665.73</b>	<b>1697.82</b>	<b>1914.96</b>	<b>2244.91</b>	总资产周转率	1.08	1.05	1.10	1.10
股本	106.00	183.73	183.73	183.73	固定资产周转率	3.78	3.67	4.40	5.31
资本公积	215.77	138.04	138.04	138.04	应收账款周转率	3.30	3.19	3.27	3.23
留存收益	1540.48	2079.87	2766.32	3598.05	存货周转率	4.78	4.58	4.83	4.70
归属母公司股东权益	1862.25	2401.64	3088.09	3919.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.31%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1862.25</b>	<b>2401.64</b>	<b>3088.09</b>	<b>3919.82</b>	资产负债率	47.21%	41.42%	38.28%	36.42%
负债和股东权益合计	3527.98	4099.46	5003.05	6164.73	带息债务/总负债	37.09%	21.29%	17.27%	14.73%
					流动比率	1.45	1.82	2.14	2.38
					速动比率	1.01	1.33	1.60	1.83
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.43	2.94	3.74	4.53
					每股净资产	10.14	13.07	16.81	21.33
					每股经营现金	1.54	3.56	2.82	3.90
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	714.33	797.46	983.16	1166.15					
PE	25.45	21.06	16.55	13.66					
PB	6.10	4.73	3.68	2.90					
PS	3.39	2.84	2.26	1.86					
EV/EBITDA	9.58	13.95	10.93	8.72					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

## 西南证券研究发展中心

### 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn	
北京	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	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn