

威唐工业(300707)

汽车冲压专家，动力电池箱体打开成长空间

——威唐工业深度报告

深度报告

行业公司研究——专用设备行业

证券研究报告

投资要点

汽车冲压专家：冲压模具-冲压自动化产线-冲压件全产业链布局

公司专业从事冲压模具、冲压件等业务，在大中型冲压模具领域具备超过12年的研制经验。冲压模具以出口为主，直接客户包括麦格纳集团、博泽集团、李尔公司等国际一流的汽车零部件企业；冲压件业务涵盖动力电池包、汽车座椅、车门、白车身等系统。

原材料价格、运输费用利空释放，传统业务盈利能力有望反转

1、原材料价格处于历史高位，未来有望逐步回归到中枢水平。公司主要原材料采购成本占营业成本比例约55%，预计未来几年钢材需求相对疲软，钢价有望走低。1) 建筑业的减速。2) 由于投资潜力的消减和地方政府融资能力有限，2021年基建投资没有抬升。3) 全球制造业的强势复苏也削弱了出口市场。
2、运输费用中海运费大幅上涨，未来有望回归到中枢水平。2021年下半年欧美国家对自中国进口商品形成“单向”路径依赖。随着疫情逐步控制，欧美国家开工率提升后对中国进口商品的依赖将下降从而降低海运需求。

基于冲压技术，积极布局动力电池箱体业务，打开中长期成长空间

动力电池箱体总成：电池包下箱体、冷板、上盖、BMS等。2021年5月，公司取得越南VINFAST某车型项目定点，预计在明年实现电池箱体的正式销售。假设动力电池箱体总成单车配套价值量为4000元左右，预计2025年我国动力电池箱体的市场规模将达到401亿元，未来5年行业复合增速达53%。

盈利预测及估值

预计公司2021-2023年的营业收入分别为7.92/11.84/16.39亿元，同比增速分别为43%/50%/38%；对应的归母净利润分别为0.55/1.10/1.70亿元，同比增速分别为74%/99%/54%，三年复合增速达75%；对应2021-2023年的PE分别为57/29/19倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

催化剂

动力电池箱体产能释放；动力电池箱体定点项目落地。

投资风险：

动力电池箱体产销量不及预期；传统业务盈利能力恢复不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	555	792	1184	1639
(+/-)	38%	43%	50%	38%
归母净利润	32	55	110	170
(+/-)	-13%	74%	99%	54%
每股收益(元)	0.20	0.35	0.70	1.08
P/E	99	57	29	19
ROE	5%	7%	13%	18%
PB	4.4	4.1	3.7	3.2

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥20.11

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
电话：18610723118
邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理：张杨

电话：15601956881
邮箱：zhangyang01@stocke.com.cn



相关报告

正文目录

1. 汽车冲压专家，传统业务盈利能力有望反转	3
1.1. 冲压模具市场规模约 330 亿元，公司市场份额较低	4
1.2. 冲压件市场空间广阔，公司为某全球电动车龙头车企供应商	5
1.3. 公司具备技术、运营、产品质量、客户资源、一体化综合服务等优势	6
1.4. 原材料及海运成本降低，传统业务盈利能力有望迎来反转	7
2. 新业务：布局动力电池箱体，打开成长空间	9
2.1. 积极开发动力电池箱体，已取得 VINFAST 某车型项目定点	9
2.2. 预计 2025 年动力电池箱体市场规模 401 亿元，未来 5 年复合增速 53%	10
3. 盈利预测、投资评级与风险提示	11
3.1. 业务拆分及收入成本预测	11
3.2. 费用率分析及预测	12
3.3. 盈利预测、估值分析与投资评级	13
3.4. 风险提示	14


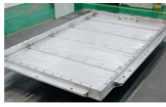
图表目录

图 1: 公司为汽车冲压综合解决方案提供商，产品涉及模具、冲压自动化产线、冲压件	3
图 2: 2020 年冲压模具收入占比 75% (单位: 亿元)	3
图 3: 2020 年海外收入占比达 75% (单位: 亿元)	3
图 4: 2020 年我国模具制造行业主营业务收入为 2709 亿元，同比下跌 1.61%	4
图 5: 2020 年我国汽车零部件行业主营业务收入为 3.63 万亿元，同比增长 1.42%	5
图 6: 预计未来 5 年新能源乘用车销量复合增速 56%	6
图 7: 钢材综合价格指数达 144，超出历史中枢 32%	7
图 8: 钢卷价格达 22200，超出历史中枢 23% (单位: 元/吨)	7
图 9: SCFI/CCFI 分别超历史中枢价格 285%/209%	8
图 10: 若模具运费下降 10%，对应物流费用率将降低 0.2pct	8
图 11: 公司在动力电池箱体领域的产品布局示意图	9
表 1: 公司产品毛利率受海运费、原材料价格变动的敏感性分析	8
表 2: 预计 2025 年我国动力电池箱体的市场规模将达到 401 亿元，未来 5 年行业复合增速为 53%	10
表 3: 主营业务收入、成本分拆: 冲压件及电池箱体有望快速增长 (单位: 亿元)	12
表 4: 三费预测: 预计未来 3 年销售及管理费用率降低，研发费用率有所提升	12
表 5: 可比公司估值表: 2022-2023 年平均市盈率分别为 39 倍、27 倍	13
表附录: 三大报表预测值	15

1. 汽车冲压专家，传统业务盈利能力有望反转

公司为专业从事汽车冲压模具、汽车冲压自动化生产线、汽车冲压制品的全产业链高新技术企业，在大中型冲压模具领域具备超过12年的研发与制造经验。冲压模具产品的直接客户包括麦格纳集团、博泽集团、李尔公司等国际一流的汽车零部件企业，最终配套车企涵盖保时捷、特斯拉、奔驰、宝马、奥迪、捷豹路虎、大众、通用、福特、克莱斯勒、本田等。

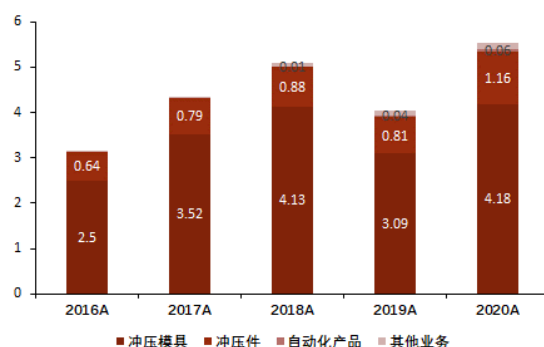
图 1：公司为汽车冲压综合解决方案提供商，产品涉及模具、冲压自动化产线、冲压件

产品示意图	主要应用领域	备注
<p>汽车冲压模具</p> 	<p>汽车白车身、车门系统、座椅系统、仪表盘系统、排气系统、底盘系统等零件生产</p>	<p>公司研制级进模、连线模及传递模等在内的各类大中型精密复杂的模具产品</p>
<p>汽车冲压件</p> 	<p>座椅系统、车门系统、油箱、卡车离合器、白车身件、电池包系统、仪表盘系统等</p>	<p>电池包系统：威唐新能源成立于2019年，致力于新能源汽车的轻量化和智能安全解决方案</p> 
<p>自动化解决方案</p> 	<p>机床加工自动化、冲压自动化解决方案、非标装配线、机器人集成应用</p>	<p>通过机器人集成应用，机器人焊接/装配和专业的非标装配解决方案为客户提供满足现场实际生产状况的智能设备</p>

资料来源：公司官网，招股说明书，浙商证券研究所

2020年，公司实现营业收入5.55亿元，其中冲压模具收入4.18亿元，占比75%；冲压件收入1.16亿元，占比21%；自动化设备业务收入0.06亿元，占比1%；其他业务收入占比3%。2020年，公司海外业务收入为4.17亿元，出口产品大部分为冲压模具，收入占比75%；国内业务收入为1.38亿元，占比25%。

图 2：2020 年冲压模具收入占比 75%（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：2020 年海外收入占比达 75%（单位：亿元）



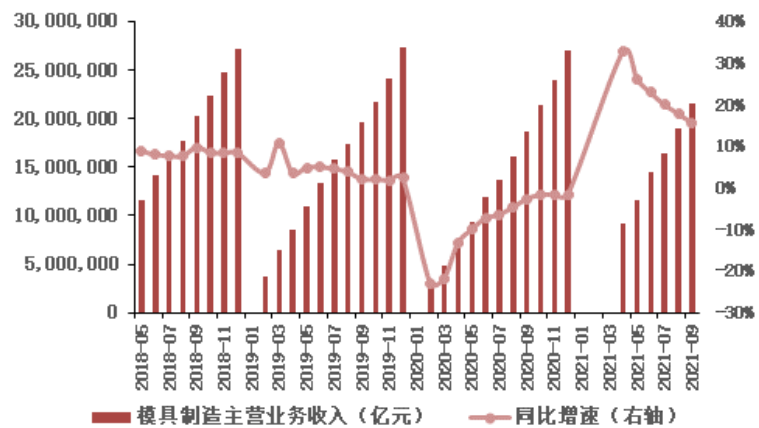
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.1. 冲压模具市场规模约 330 亿元，公司市场份额较低

模具是利用金属、非金属等材料经专用设备加工而成的基础工艺装备，汽车零部件行业中大约 60%-80%需要依赖模具加工成型。根据国家统计局数据，2020 年我国模具制造主营业务收入达 2709 亿元，同比累计下跌 1.61%。2021 年 1-9 月份我国模具制造主营业务收入达 2164 亿元，同比增长 15.70%，疫情影响消退，今年以来模具行业明显复苏。

根据中国模具工业协会数据，冲压模具占据模具销售额的 37%左右，仅次于塑料模具（占比 45%）。汽车制造业模具使用量较大，在我国有 1/3 左右的模具产品是为汽车制造业服务的。据此我们测算我国汽车行业冲压模具市场空间预计约 330 亿元左右。

图 4：2020 年我国模具制造行业主营业务收入为 2709 亿元，同比下跌 1.61%



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

公司的模具主要用于出口，根据中国模具工业协会公布的海关统计数据，2016 年我国模具出口总额为 47.90 亿美元，其中冲压模具出口总额为 8.16 亿美元。以 2016 年美元兑人民币的平均汇率 6.6423 换算，公司 2016 年冲压模具外销收入为 2.3 亿元，占我国冲压模具出口总额的 4.24%。

汽车升级换代周期缩短带来新的市场机遇。随着全球市场需求的不断变化，汽车生产厂商为保持原有品牌的影响力，会选择升级换代来吸引消费者，因此市场新车型投放频率越来越快，开发周期越来越短，其中全新车型开发周期已由原来的 4 年左右缩短到 1-3 年，改款车型由原来的 6-24 个月缩短至 4-15 个月。

目前我国模具制造公司约 3 万家，根据中国模具工业协会统计的 2014 年 82 家重点企业资料显示，该部分企业总产值约 90 亿元，2014 年模具产值超过 1 亿元的有 25 家。汽车冲压模具生产企业与一般工业产品企业相比，数量多，规模整体偏小，多为中小型企业，集中度较低。

2020 年公司冲压模具收入为 4.18 亿元，占我国汽车行业冲压模具的市场份额较低（1.3%），占我国出口冲压模具的份额也较低（不足 10%），预计未来还有很大的成长空间。

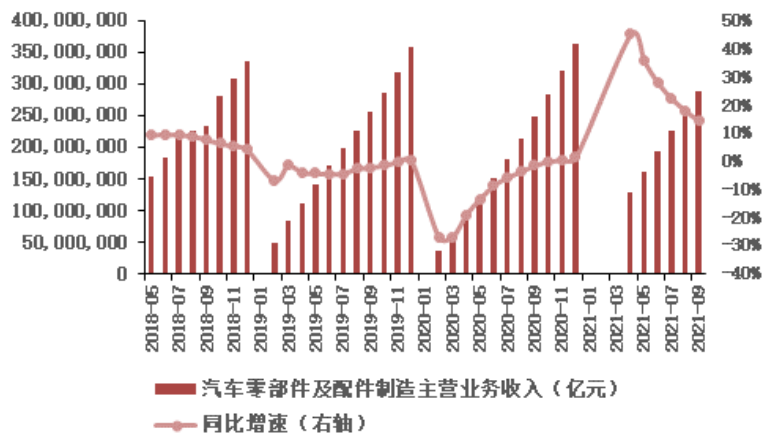
1.2. 冲压件市场空间广阔，公司为某全球电动车龙头车企供应商

整车的零部件大约 3 万个，按功能通常可分为汽车发动机系统零部件、汽车车身系统零部件、底盘系统零部件、电气电子设备和通用件等几个大类。按照材质分类，可分为金属零部件和非金属零部件，其中金属零部件占比约为 60%-70%，非金属零部件占比约 30%-40%。

汽车冲压件，主要是指通过压力机和冲压模具对金属材料施加外力，使之产生塑性变形或分离，从而获得所需形状和尺寸的工件，广泛应用于汽车覆盖件、白车身系统、座椅系统、仪表系统及排气系统等部件，汽车车身的金属件几乎全部为冲压件。

根据国家统计局数据，2020 年我国汽车零部件收入 3.63 万亿元，同比增长 1.42%；今年 1-9 月份我国汽车零部件收入为 2.88 万亿元，同比增长 14.38%。由于冲压件广泛用于汽车零部件的各个方面，我们很难精确统计其市场规模，假设按照模具的应用比例 70%、冲压模具占模具的比例 1/3 来大致测算，预计汽车冲压件的市场规模大致在 0.85 万亿元。

图 5：2020 年我国汽车零部件行业主营业务收入为 3.63 万亿元，同比增长 1.42%

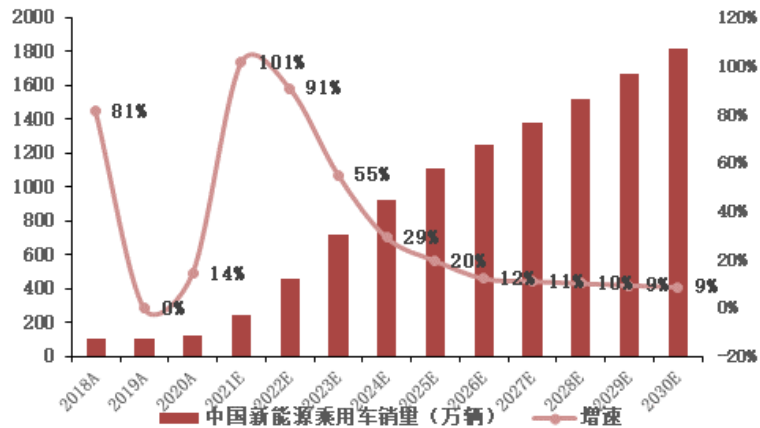


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

公司 2020 年汽车冲压件的收入为 1.16 亿元，市场份额为 0.01%。市场规模足够大，预计公司在未来还有较大的成长空间。

公司是某全球电动汽车龙头车企冲压件的供应商，2019 年进入该车企的采购体系。该车企占公司冲压件业务收入的比例约 60%-70%。参照此前发布的报告《锂电设备行业深度：全球电动车加速放量，锂电设备受益动力电池扩产！》表 2，我们预计 2021-2025 年新能源乘用车的渗透率有望从 20%提升至 45%。对应未来 5 年新能源乘用车的复合增速约为 56%。

图 6：预计未来 5 年新能源乘用车销量复合增速 56%



资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

1.3. 公司具备技术、运营、产品质量、客户资源、一体化综合服务等优势

1、技术优势：公司具有行业领先的研发能力，目前已形成从前期工艺流程设计分析、冲压工艺模拟分析、到后期的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，有效控制整体的生产成本，提高模具产品的精度。

2、运营管理优势：公司主要管理团队一直专注于汽车冲压模具行业的管理工作，且核心成员自公司成立之初至今保持很高的稳定性。团队经过十多年的经营，在行业内积累了丰富的技术、管理经验，对下游行业客户的产品需求有较为深刻的理解，对市场趋势有较强的预判能力。

3、产品质量优势：对冲压模具产品本身而言，产品质量关键在于模具设计、加工精度和使用寿命。首先，公司拥有优秀的研发设计团队，在多年经验积累和技术沉淀的基础上，制定了完整的产品设计和开发流程，保证了公司模具产品的设计水平。其次，公司拥有包括五轴加工中心、数控龙门加工中心等高精度加工设备，能够为客户提供高精度、长使用寿命的模具产品，其中汽车冲压模具产品的加工精度能够达到 $\pm 0.01\text{mm}$ 以内，产品使用寿命则超过 100 万次。

4、客户资源优势：凭借优质的产品质量和完善的服务体系，公司与麦格纳集团、博泽集团、李尔公司等国际知名汽车零部件供应商建立了长期稳定的合作关系；使用公司研发、设计的模具所制造的冲压件，最终配套应用于保时捷、特斯拉、奔驰、宝马、奥迪、捷豹路虎、大众、通用、福特、克莱斯勒、本田等全球知名汽车集团旗下的众多车型。与知名企业建立的合作关系，能够快速提升公司在细分领域的影响力，从而有利于公司进一步开拓新的客户。

5、“一体化综合服务”优势：公司凭借其在行业内积累的丰富经验，公司能充分了解客户在使用产品时的实际需求。从前期产品设计阶段开始，公司就能充分评估未来使用中的各项影响因素，并在产成后提供加工模具后的冲压件试制服务，尽量将模具调试环节安排在企业内部。产品交付客户使用后，公司仍将提供持续的售后调试服务，根据客户反馈意见，快速响应解决问题。公司产品生产的全部过程均由项目经理、工程师全程跟踪，为客户提供完整的“一体化综合服务”。

1.4. 原材料及海运成本降低，传统业务盈利能力有望迎来反转

1、原材料价格处于历史高位，未来有望逐步回归到中枢水平。2014-2016 年公司主要原材料采购成本占营业成本的比例分别为 54%/52%/59%。2016 年原材料采购成本的构成中，模具钢材/标准件/钢卷/铝卷/其他原材料的占比分别为 32%/27%/24%/4%/13%。当前钢材综合价格指数超历史中枢 32%，钢卷的价格超出历史中枢 23%。

预计未来几年钢材需求相对疲软，钢价有望走低。今年 10 月 14 日世界钢铁协会发布的报告：按照政府经济再平衡和环境保护的政策定位，预计 2022 年钢铁需求量很难出现增长。用钢行业的急剧降速，最主要的原因包括：**1) 建筑业的减速。**房地产业活跃度的减弱，原因在于中国政府在 2020 年推出的严格控制开发商融资的措施。**2) 与此同时，由于投资潜力的消减和地方政府融资能力有限，2021 年基建投资没有抬升。**3) 另外，全球制造业的强势复苏也削弱了出口市场。

此外，在近日召开的钢之家网站 2022 年钢铁产业链发展形势高峰论坛上，公司营销中心市场分析首席营销师夏仕卿表示，在钢材需求确定性减少的情况下，2022 年钢价主要取决于中国粗钢限产的幅度和执行过程。如果平控或者减量不多，钢材市场将呈“供需双弱、震荡下行”走势。

图 7：钢材综合价格指数达 144，超出历史中枢 32%



资料来源：中国钢铁工业协会，浙商证券研究所

图 8：钢卷价格达 22200，超出历史中枢 23%（单位：元/吨）



资料来源：钢之家，浙商证券研究所

2、运输费用中模具海运费大幅上涨，未来有望回归到中枢水平。公司 2014-2016 年的物流费用占收入的比例分别为 3.2%/3.4%/3.7%。截止 2021 年 11 月 5 日，SCFI 综合指数达 4536，超出历史中枢 285%；CCFI 综合指数达 3285，超出历史中枢 209%。我们假设运费分别下降 10%/20%/30%，分别对应 SCFI 综合指数历史中枢的 346%/308%/269%，对应物流费用率平均降低 0.2pct/0.5pct/0.7pct。

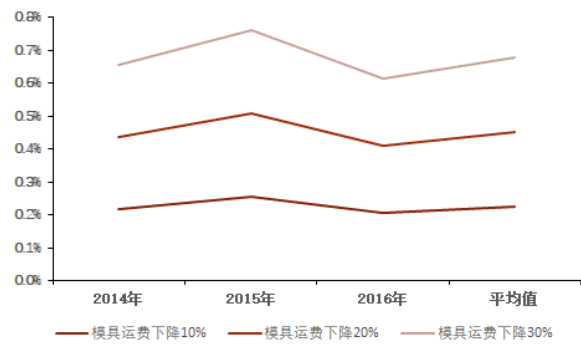
预计后疫情时代，全球海运价格有望回落。1) 2021 年下半年欧美国家对自中国进口商品形成“单向”路径依赖、出口国集装箱船“有去无回”。随着疫苗不断推进，疫情有望得到有效控制，欧美国家开工率提升后对中国进口商品的依赖将下降从而降低海运需求。2) 大量集装箱在欧美港口堆积拥堵及港口等物流环节工作人员数量下降导致疫后欧美等区域港口效率下降，未来随着疫情控制后将有望逐步缓解。

图 9：SCFI/CCFI 分别超历史中枢价格 285%/209%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：若模具运费下降 10%，对应物流费用率将降低 0.2pct



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据以上分析，对公司业务毛利率进行弹性测算：分别假设海运费价格同比下降 10%/20%/30%，分别假设原材料价格下降 5%/10%/15%/20%/25%/30%。假设 2021 年海运费下降 10%、原材料价格下降 5%，对应 2021 年产品毛利率相较 2020 年提升 1.77pct；假设 2022 年海运费下降 20%、原材料价格下降 20%，对应 2022 年产品毛利率相较 2020 年提升 6.77pct；假设 2023 年海运费下降 30%、原材料价格下降 30%，对应 2023 年产品毛利率相较 2020 年提升 10.11pct。

表 1：公司产品毛利率受海运费、原材料价格变动的敏感性分析

毛利率变动	海运费下降 10%	海运费下降 20%	海运费下降 30%
原材料价格下降 5%	1.77%	2.07%	2.27%
原材料价格下降 10%	3.34%	3.64%	3.84%
原材料价格下降 15%	4.90%	5.20%	5.40%
原材料价格下降 20%	6.47%	6.77%	6.97%
原材料价格下降 25%	8.04%	8.34%	8.54%
原材料价格下降 30%	9.61%	9.91%	10.11%

资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

2. 新业务：布局动力电池箱体，打开成长空间

2.1. 积极开发动力电池箱体，已取得 VINFAST 某车型项目定点

威唐新能源成立于 2019 年，致力于新能源汽车的轻量化和智能安全解决方案。

产品或技术储备：1) 钢制或铝制冲压电池包上盖，铝挤压下托盘总成，钢铝混合轻量化结构总成，电池模组金属组件，铝挤压零件总成等；2) 具有丰富的液冷系统和集成热管理功能的结构件开发和生产经验；3) 可为新能源汽车电池系统及其他领域的热管理应用提供智能温控解决方案。

图 11：公司在动力电池箱体领域的产品布局示意图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2021 年 5 月 13 日，公司发布公告取得 VINFAST 的正式供应商项目定点函，标志着公司电池箱体业务取得重大突破性进展。VinFast 是越南最大企业集团 VingroupJSC 旗下的造车新势力品牌，具有完备的电动车生产线，2019 年底发布了三款纯电动 SUV 车型，分别名为 VF31、VF32 以及 VF33。

2.2. 预计 2025 年电池箱体市场规模 401 亿元，未来 5 年复合增速 53%

公司所从事的电池箱体业务主要应用在新能源乘用车市场，每辆新能源乘用车的配套数量为 1 个，故其市场需求与新能源乘用车销量之间存在正相关关系。由中汽协所发布的最新汽车产销数据显示，2021 年 1-9 月新能源乘用车销量达 203 万辆，渗透率达 14%。其中 7-9 月新能源乘用车渗透率分别为 17%/20%/19%。全年渗透率呈现持续上涨趋势。我们预计 2022 年全年新能源乘用车渗透率有望维持 20% 以上。新能源乘用车销量持续超预期，进入放量加速增长阶段，参照此前发布的报告《锂电设备行业深度：全球电动车加速放量，锂电设备受益动力电池扩产！》表 2，我们预计 2021-2025 年新能源乘用车的渗透率有望从 20% 提升至 45%。

此外：1) 小鹏汽车 CEO 何小鹏于 2021 年 10 月 24 日在“1024 小鹏汽车科技日”活动上表示：预计 2025 年新能源汽车渗透率将达到 50%。2) 比亚迪董事长王传福于 2021 年 6 月在 2021 中国汽车重庆论坛上表示：到 2030 年，新能源汽车在中国市场渗透率有望达到 70%。参考以上相关信息，我们假设 2025 年我国新能源乘用车渗透率达到 45%，销量达到 1110 万辆。

假设动力电池箱体总成（包含上箱体、下箱体、中间结构件、水冷板、温控系统等）的单车配套价值量为 4000 元人民币（目前动力电池箱体行业正处于成长初期，故我们假设 2020-2023 年的动力电池箱体的平均单车配套价值量保持不变，维持在 4000 元），同时假设 2024-2025 年动力电池箱体市场逐渐成熟，预测每年单车配套价值量每年降低 5% 左右。据此我们预计 2025 年中国动力电池箱体总成的市场规模将达到 401 亿元，未来 5 年行业的复合增速达 53%。

表 2：预计 2025 年我国动力电池箱体的市场规模将达到 401 亿元，未来 5 年行业复合增速为 53%

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国乘用车销量（万辆）	2014	2205	2315	2394	2442	2466
增速	-6%	10%	5%	3%	2%	1%
中国新能源乘用车销量（万辆）	120	243	463	718	928	1110
增速	14%	101%	91%	55%	29%	20%
中国新能源乘用车渗透率	6%	11%	20%	30%	38%	45%
电池箱体单车配套价值量（元）	4000	4000	4000	4000	3800	3610
电池箱体市场规模（亿元）	48	97	185	287	353	401
电池箱体行业增速		101%	91%	55%	23%	14%

资料来源：中汽协，浙商证券研究所

3. 盈利预测、投资评级与风险提示

3.1. 业务拆分及收入成本预测

1、汽车冲压模具业务：公司冲压模具产品主要出口到欧洲及北美，其收入与新车型数量有关，与销量关系不大，因此周期性不明显。随着汽车电动化推进，车型数量总体呈现快速增长趋势，预计未来3年公司冲压模具业务收入复合增速10%-15%。盈利能力方面，2020年冲压模具业务毛利率降低主要受汇率影响以及会计准则变更运输费用计入营业成本。预计公司冲压模具业务的盈利能力有望实现反转：1) 原材料价格尤其是钢材的价格因需求疲弱有望回落；2) 海运价格因疫情影响逐步减弱也有望回落；3) 规模效应显现，我们预计公司2021-2023年的毛利率分别达35%/39%/43%，分别提高3%/7%/11%。

2、汽车冲压件业务：随着公司产能逐步释放，2021年冲压件业务迎来爆发。2021年上半年公司冲压件产品营业收入达1.16亿元，同比大幅增长221%，已超2020年全年。汽车下半年为销售旺季，预计2021年全年冲压件业务收入达2.9亿元，同比增长150%，根据公司汽车冲压件的客户订单结构（某全球新能源汽车龙头订单占比60%-70%），预计2022-2023年冲压件仍将保持较快增长。盈利能力方面，结合上文分析，随着规模效应显现、叠加原材料价格在未来几年回落以及销量大幅增长规模效应显现，预计公司冲压件2021-2023年的毛利率分别为15%/22%/24%，较2020年冲压件毛利率13%分别提升2%/9%/11%。

3、动力电池箱体业务：公司2021年5月取得VINFAST项目定点，预计2022年量产开始逐步确认收入。假设该车型年销量达1万辆，单车配套价值量为800美元（税后价格，假设美元兑人民币汇率为6.5），项目周期5年，预计2021-2025年该项目对应每年动力电池箱体收入为0.52亿元。公司动力电池箱体产能有望在明年一季度末释放，假设新增2个项目定点（根据表2预测，假设2023年新能源乘用车销量比2022年新增250万辆，假设单车型平均销量为年5万辆，对应新增车型50个，假设公司2022年在谈3-5个项目定点），对应2023年配套车型总年销量为4万辆，单车配套价值量为4000元（税前价格，增值税税率13%），对应2023年电池箱体收入有望达1.92亿元。由于电池箱体业务刚起步，固定资产折旧较高，因此我们保守预计该业务2022-2023年的毛利率维持25%。

表 3：主营业务收入、成本分拆：冲压件及电池箱体有望快速增长（单位：亿元）

产品下游	项目	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
冲压模具	收入	4.13	3.09	4.18	4.72	5.20	5.72
	YoY	17%	-25%	35%	13%	10%	10%
	毛利率	46%	46%	32%	35%	39%	43%
冲压件	收入	0.88	0.81	1.16	2.90	5.80	8.41
	YoY	11%	-7%	44%	150%	100%	45%
	毛利率	24%	23%	13%	15%	22%	24%
电池箱体	收入					0.52	1.92
	YoY						268%
	毛利率					25%	25%
自动化及其他业务	收入	0.08	0.13	0.21	0.30	0.33	0.36
	YoY	30%	63%	130%	43%	10%	10%
	毛利率	50%	46%	33%	33%	35%	37%
汇总	营业收入	5.09	4.03	5.55	7.92	11.85	16.40
	YoY	16%	-21%	38%	43%	50%	38%
	毛利	2.14	1.67	1.57	2.19	3.55	5.09
	毛利率	42%	41%	28%	28%	30%	31%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2. 费用率分析及预测

1、销售费用率：2020 年因会计准则变更运输费用率计入成本，销售费用率为 3.93%，较 2019 年大幅下降。我们预计随着 2021-2023 年营业收入大幅增长，规模效应显现，预计公司销售费用率小幅降低。我们预计公司 2021-2023 年的销售费用率分别为 3.79%/3.67%/3.58%。

2、管理费用率：2020 年公司精细化管理卓有成效，管理费用率 9.47%，较 2019 年明显下降。受规模效应影响，预计 2021-2023 年管理费用率分别为 8.71%/8.53%/8.48%。

3、研发费用率：2018-2020 年公司研发费用率总体水平不高，系主要产品为传统模具及冲压件。电池箱体作为新业务，前期开发支出较多，同时电池箱体作为新兴行业存在多技术路径，公司围绕新能源汽车的研发投入有所增多。预计 2021-2023 年公司研发费用率分别为 5.35%/5.50%/5.50%。

表 4：三费预测：预计未来 3 年销售及管理费用率降低，研发费用率有所提升

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.60%	12.37%	3.93%	3.79%	3.67%	3.58%
管理费用率	8.29%	11.06%	9.47%	8.71%	8.53%	8.48%
研发费用率	3.82%	4.96%	3.68%	5.35%	5.50%	5.50%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 盈利预测、估值分析与投资评级

盈利预测: 我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 7.92/11.84/16.39 亿元, 同比增速分别为 43%/50%/38%; 对应的归母净利润分别为 0.55/1.10/1.70 亿元, 同比增速分别为 74%/99%/54%, 三年复合增速达 75%; 对应 2021-2023 年的 PE 分别为 57/29/19 倍。

估值分析: 公司主营业务包括汽车冲压模具及冲压件、动力电池箱体两块, A 股从事冲压模具及冲压件的可比公司众多, 其中着眼于新能源汽车中大型冲压件及动力电池系统相关冲压件(含电池箱体)的可比公司较少。和胜股份、旭升股份从事部分电池箱体的研发生产与制造; 斯莱克、科达利以及震裕科技虽属于电池壳供应商, 但与公司电池箱体业务类似, 行业需求与新能源汽车销量高度正相关。

表 5: 可比公司估值表: 2022-2023 年平均市盈率分别为 39 倍、27 倍

代码	简称	市值(亿元)	净利润(亿元)			PE			ROE(摊薄)	PB
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2020A	
300382	斯莱克	165	1.33	2.49	3.56	124	66	46	6%	14.9
002850	科达利	427	5.03	9.53	14.49	85	45	29	4%	10.0
300953	震裕科技	146	2.13	3.85	5.75	68	38	25	18%	10.0
603348	文灿股份	115	2.04	4.33	5.78	57	27	20	3%	4.4
603088	宁波精达	47	0.89	1.31	1.82	53	36	26	12%	9.1
002824	和胜股份	88	1.99	3.12	4.53	44	28	20	9%	8.7
603305	旭升股份	208	4.94	6.73	8.61	42	31	24	10%	5.8
	平均值					68	39	27	9%	9
300707	威唐工业	32	0.55	1.10	1.70	57	29	19	4%	3.9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 时间截止至 2021 年 11 月 12 日, 除威唐工业外其余公司盈利采用 wind 一致预测

投资评级: 公司在新能源汽车领域积极布局, 动力电池箱体有望打开中长期成长空间。参考可比公司估值水平, 我们给予公司 2022 年 39 倍目标市盈率, 对应目标市值为 43 亿元, 对应目标价为 27 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

3.4. 风险提示

1、 动力电池箱体产销量不及预期:

若公司 2022 年取得的动力电池箱体定点数量不及预期(预期为 2 个项目),或项目定点所对应车型 2023 年的销售数量不及预期(预期为每个车型的年销量为 2 万辆左右或月销量为 1000 辆左右),则公司动力电池箱体业务的销售收入将低于预期。

2、 传统业务盈利能力恢复不及预期:

若 2021-2023 年海运费下降幅度或原材料价格下降幅度低于预期,则对应 2021-2023 年公司产品盈利能力的恢复幅度不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	839	955	1085	1347	营业收入	555	792	1184	1639
现金	484	365	383	450	营业成本	399	573	829	1131
交易性金融资产	0	137	80	100	营业税金及附加	6	7	10	14
应收账款	174	205	308	426	营业费用	22	30	43	59
其它应收款	2	3	5	8	管理费用	53	69	101	139
预付账款	6	10	13	18	研发费用	20	42	65	90
存货	166	229	290	339	财务费用	13	9	10	13
其他	6	6	6	6	资产减值损失	9	1	0	0
非流动资产	367	403	463	541	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	1	1	2
长期投资	0	1	1	1	其他经营收益	3	3	3	3
固定资产	242	223	276	343	营业利润	37	65	129	199
无形资产	56	60	64	68	营业外收支	0	0	0	0
在建工程	3	46	41	37	利润总额	37	65	129	199
其他	66	72	81	92	所得税	6	10	19	30
资产总计	1206	1358	1548	1888	净利润	32	55	109	169
流动负债	194	300	395	603	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
短期借款	30	30	30	133	归属母公司净利润	32	55	110	170
应付款项	66	148	214	292	EBITDA	66	92	159	235
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.20	0.35	0.70	1.08
其他	99	121	150	177	主要财务比率				
非流动负债	288	279	280	283		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	10	10	10	10	成长能力				
其他	278	269	270	273	营业收入	38%	43%	50%	38%
负债合计	482	579	675	886	营业利润	-15%	75%	99%	54%
少数股东权益	8	8	7	6	归属母公司净利润	-13%	74%	99%	54%
归属母公司股东权益	715	771	865	996	获利能力				
负债和股东权益	1206	1358	1548	1888	毛利率	28%	28%	30%	31%
					净利率	6%	7%	9%	10%
					ROE	5%	7%	13%	18%
					ROIC	4%	8%	13%	16%
					偿债能力				
					资产负债率	40%	43%	44%	47%
					净负债比率	8%	7%	6%	16%
					流动比率	4.32	3.19	2.75	2.23
					速动比率	3.46	2.42	2.01	1.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.62	0.81	0.95
					应收帐款周转率	3.67	4.29	4.79	4.65
					应付帐款周转率	5.75	5.58	4.73	4.62
					每股指标(元)				
					每股收益	0.20	0.35	0.70	1.08
					每股经营现金	0.22	0.47	0.37	0.81
					每股净资产	4.56	4.91	5.51	6.34
					估值比率				
					P/E	99	57	29	19
					P/B	4	4	4	3

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	35	74	58	127
净利润	32	55	109	169
折旧摊销	34	19	21	26
财务费用	13	9	10	13
投资损失	(0)	(1)	(1)	(2)
营运资金变动	(43)	65	(12)	(20)
其它	0	(73)	(69)	(59)
投资活动现金流	(72)	(185)	(13)	(111)
资本支出	10	(40)	(65)	(85)
长期投资	1	(0)	0	0
其他	(82)	(144)	52	(26)
筹资活动现金流	293	(9)	(26)	51
短期借款	(10)	0	0	103
长期借款	10	0	0	0
其他	293	(9)	(26)	(52)
现金净增加额	257	(120)	18	67

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>