

## 加码新能源业务，打造轻量化龙头

### ——华达科技首次覆盖报告

#### 报告要点：

##### ● 深耕汽车冲压领域近 30 载，新能源业务快速发展

公司在汽车冲压领域深耕近 30 年，积累了丰富的冲压、焊接技术及模具研发经验，目前已成为国内优质的汽车零部件供应商。在全球汽车电动智能化的浪潮中，公司积极开拓新能源市场，通过收购及自主研发等方式不断拓宽产品品类，开拓电池托盘总成、电机壳等业务，并布局一体化压铸等技术工艺，打开了公司的新增长极。

##### ● 电池盒业务持续放量，与航大新材深度合作布局铝铸轻量化业务

公司于 2018 年收购江苏恒义以切入新能源车零部件领域，下游客户覆盖蔚小理、宁德时代、上汽时代等。2022 年恒义电池托盘规划产能 120 万只，2023 年达 200 万只，未来公司将逐步加大投资以进一步扩充产能。此外，铝压铸在新能源车轻量化的大背景下将成为主流工艺，而高强度、一体化的超级生产线将会是未来的大趋势。公司通过与航大新材深度合作以加强在铝合金铸造领域的布局，充分利用北航在轻量化领域的技术优势持续推进一体化压铸技术的研发与落地。结合公司在冲压焊接领域深厚的技术储备，未来华达科技有望成长为全球铝合金轻量化部件龙头。

##### ● 拟增资引入宁德时代关联战略投资者，夯实可持续发展能力

子公司江苏恒义拟通过增资扩股方式引入具有新能源产业背景的战略投资者晨道新能源与宁波超兴创投，其中晨道新能源的二股东为宁德时代全资子公司。此次拟增资将进一步加强公司与宁德时代在电池盒领域的合作，为公司未来继续拓展新能源汽车领域奠定了坚实的基础。

##### ● 投资建议与盈利预测

华达科技是我国汽车冲压件领域的龙头企业，其传统冲压件业务将受益于整个汽车行业的复苏。在电动智能化的大背景下，公司新能源业务有望充分享受市场扩容带来的巨大发展空间，2025 年我国新能源车用电池盒的市场有望超 300 亿。目前公司电池托盘持续放量且逐步加大投资以扩充其产能，未来公司将继续借助自主研发及并购整合等方式继续拓展产品品类及下游应用领域。我们预计 2021-2023 年，公司营收分别为 44.82/55.46/72.71 亿元，归母净利润为 3.33/4.22/5.80 亿元。当前股价对应 EPS 为 0.76/0.96/1.32 元，对应 PE 为 27.3/21.6/15.7 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

##### ● 风险提示

原材料价格上涨、产能投产不及预期、行业景气度下降。

#### 附表：盈利预测

| 财务数据和估值     | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 4177.53 | 4133.83 | 4481.61 | 5545.84 | 7270.91 |
| 收入同比 (%)    | 3.09    | -1.05   | 8.41    | 23.75   | 31.11   |
| 归母净利润(百万元)  | 155.86  | 229.14  | 332.68  | 422.21  | 580.01  |
| 归母净利润同比 (%) | -24.28  | 47.02   | 45.19   | 26.91   | 37.37   |
| ROE (%)     | 5.88    | 8.22    | 11.14   | 13.07   | 16.20   |
| 每股收益 (元)    | 0.35    | 0.52    | 0.76    | 0.96    | 1.32    |
| 市盈率(P/E)    | 58.37   | 39.70   | 27.34   | 21.55   | 15.68   |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 增持|首次推荐

当前价：20.72 元

#### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 25.10/15.69

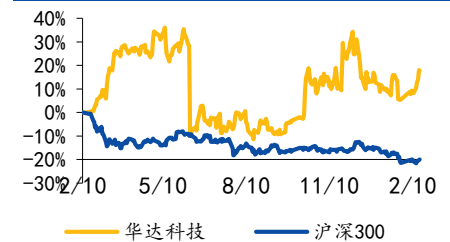
A 股流通股 (百万股): 439.04

A 股总股本 (百万股): 439.04

流通市值 (百万元): 9096.91

总市值 (百万元): 9096.91

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

## 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1.汽车冲压件龙头，业绩已迎拐点 .....             | 4  |
| 1.1 深耕行业三十载，积极布局电动智能领域 .....       | 4  |
| 1.2 经营业绩迎拐点，新能源业务放量可期 .....        | 6  |
| 1.3 公司股权结构清晰稳定，决策效率高 .....         | 8  |
| 2.传统冲压件发展稳健，铝合金电池盒空间广阔 .....       | 9  |
| 2.1 汽车零部件市场开始复苏，冲压件行业集中度持续提升 ..... | 9  |
| 2.1.1 汽车零部件发展趋于稳定，区域集中度高 .....     | 9  |
| 2.1.2 汽车冲压件市场较分散，集中度有望持续提升 .....   | 10 |
| 2.2 电池盒市场正在孵化，增量空间广阔 .....         | 12 |
| 3.布局铝铸轻量化业务，电池托盘持续放量 .....         | 14 |
| 4. 盈利预测和投资评级 .....                 | 17 |
| 5. 风险提示 .....                      | 18 |

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1：深耕汽车冲压领域，逐步加码新能源业务 .....            | 4  |
| 图 2：车身总成焊接件 .....                       | 5  |
| 图 3：冲压拉伸件 .....                         | 5  |
| 图 4：金属管制件 .....                         | 6  |
| 图 5：电池箱托盘总成 .....                       | 6  |
| 图 6：靖江分布具备年产 5000 万套零部件的能力 .....        | 6  |
| 图 7：广州分布具备年产 3000 万套零部件的能力 .....        | 6  |
| 图 8：公司营收触底回升 .....                      | 7  |
| 图 9：公司净利润大幅提升 .....                     | 7  |
| 图 10：公司毛利率、净利率 .....                    | 7  |
| 图 11：公司期间费用率呈下降趋势 .....                 | 7  |
| 图 12：公司研发投入逐步提升 .....                   | 8  |
| 图 13：公司实控人为陈竞宏先生，直接持有公司 52.25%的股权 ..... | 8  |
| 图 14：我国汽车零部件发展增速趋于稳定 .....              | 9  |
| 图 15：我国汽车零部件进出口金额统计 .....               | 9  |
| 图 16：我国汽车冲压件市场开始复苏 .....                | 10 |
| 图 17：冲压件在整车上的分布 .....                   | 10 |
| 图 18：新能源电池盒 .....                       | 12 |
| 图 19：电池盒结构 .....                        | 12 |
| 图 20：江苏恒义历年营收 .....                     | 15 |
| 图 21：江苏恒义历年净利润 .....                    | 15 |
| 图 22：航大新材压铸设备 .....                     | 16 |
| 图 23：航大新材运营架构 .....                     | 16 |

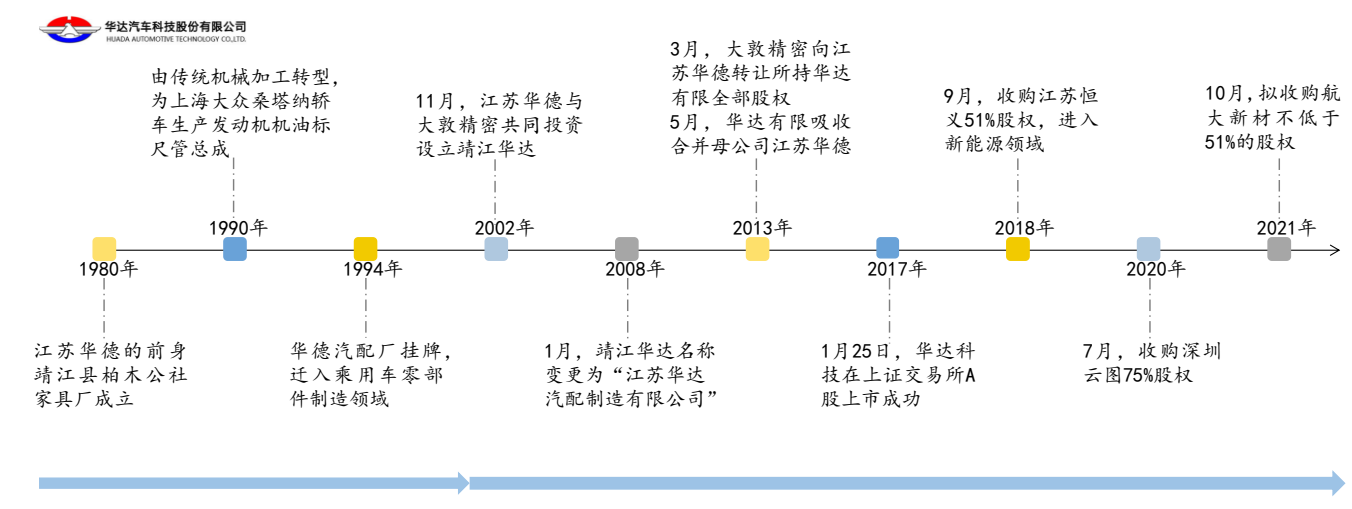
|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 表 1：公司主要产品 .....               | 5  |
| 表 2：我国 6 大汽车产业集群和配套产业园 .....   | 10 |
| 表 3：我国汽车冲压件市场四大梯队 .....        | 11 |
| 表 4：我国汽车冲压件主要竞争企业基本情况 .....    | 11 |
| 表 5：主要材料成型工艺 .....             | 12 |
| 表 6：动力电池盒市场规模测算 .....          | 13 |
| 表 7：电池盒领域主要玩家 .....            | 14 |
| 表 8：公司电池托盘高性能镁合金应用及本土化项目 ..... | 15 |
| 表 9：2022 年公司部分电池托盘产能规划情况 ..... | 15 |
| 表 10：投资方拟增资情况 .....            | 16 |
| 表 11：分业务收入及毛利率（单位：百万元） .....   | 17 |
| 表 12：相对估值表 .....               | 18 |

## 1. 汽车冲压件龙头，业绩已迎拐点

### 1.1 深耕行业三十载，积极布局电动智能领域

国内汽车冲压件业务领军者，切入新能源领域逐步实现产业转型。华达科技以木制品加工起家，于 1990 年及时把握乘用车国产化发展机遇并成功进军汽车零部件领域。经过在汽车冲压领域近 30 年的深耕，公司积累了丰富的冲压、焊接技术及模具研发经验，目前已成为国内优质的汽车零部件供应商。在电动智能化的大趋势下，公司通过收购江苏恒义快速切入新能源车电池箱配套业务。近期公司通过与航大新材的深度合作加码布局汽车轻量化领域，持续推进一体化压铸技术的快速落地。

图 1：深耕汽车冲压领域，逐步加码新能源业务



资料来源：公司公告，国元证券研究所

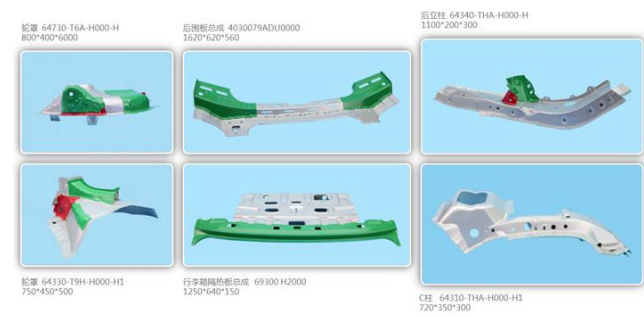
公司产品可分为传统汽车零部件与新能源相关业务。传统核心产品是公司的基本盘，主要包括车身总成焊接件、冲压拉伸件、金属管制件、模具工装制造等。目前公司的增量产品为新能源车零部件相关产品，主要包括电池箱托盘总成、电机壳等。

表 1：公司主要产品

| 主营业务    | 产品系列    | 基本介绍                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|---------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 传统汽车零部件 | 车身总成焊接件 | <p><b>乘用车纵横梁（天窗）：</b>①加强车身顶盖、底盘等部位的强度，固定内部零件。提高防碰撞能力；②决定整车车门、灯具的间隙精度。</p> <p><b>乘用车轮罩：</b>用于车辆车轮上的防护罩，可以防止泥沙等大型颗粒进入车体。与悬挂、纵梁、翼子板等配合安装，其尺寸合格率、稳定性和安装孔位置的准确直接影响整车匹配，是整车关键零部件。</p> <p><b>乘用车立柱（侧围、尾灯）：</b>支撑门框、车顶盖，并承受传递前后门支撑力，从而保护乘坐者。同时还具有密封、隔音作用。</p> <p><b>乘用车后围板总成：</b>后围板是车身骨架的一个重要构件。功能主要有：创造空间功能、提高整车性能功能，主要包括碰撞，整车刚度等、安装功能。</p> <p><b>乘用车中通道总成：</b>通常整个通道从驾驶舱前围一直延伸到行李箱后地板。其功能包括：①用作排气管通道；②用于布置驱动轴（解释了后驱车/四驱车的中央通道通常要比前驱车要高）；③提升车身的稳定性（中央通道连接了前围和后地板，其凸起的结构增强其纵向的刚度）。</p> |
|         | 金属冲压拉伸件 | <p><b>发动机油底壳：</b>位于引擎下部，可拆装。其是曲轴箱的下半部，又称为下曲轴箱。作用是封闭曲轴箱作为贮油槽的外壳，防止杂质进入，并收集和储存由汽油机各摩擦表面流回的润滑油，散曲部分热量，防止润滑油氧化。</p> <p><b>隔热板：</b>车身隔热板一般布置在发动机两侧和车身底部排气管通道上方。主要利用热屏的反射绝热原理,来隔断热量的传递,同时还具有一定的局部隔噪声的作用。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|         | 金属管制件   | <p><b>管类件：</b>广泛应用于任何机型发动机，在高温高油蚀及强震动环境下提高发动机进油的密封性，防止渗漏。对发动机进行水循环冷却，防止发动机过热。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|         | 模具开发    | 以特定形状去成形具有一定形状和尺寸的汽车零部件，保证零部件的精度与一致性。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 新能源业务   | 电池箱托盘总成 | 新能源汽车电池箱箱体托盘框架总成，用于新能源汽车电池组的存放和固定。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 2：车身总成焊接件



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 3：冲压拉伸件



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 4：金属管制件



资料来源：公司公告，国元证券研究所

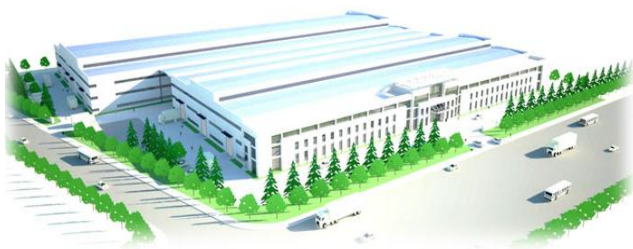
图 5：电池箱托盘总成



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**冲压领域下游客户优质，逐步拓展新能源车客户市场。**公司于 1990 年切入汽车零部件行业并成为最早一批为大众桑塔纳做国产化配套的厂商。此后，公司相继进入一汽大众、通用、东风本田、广汽本田等知名车企的供应体系，逐步积累了以合资品牌为主的众多优质的客户资源。在近几年电动智能化的背景下，公司积极拓展新能源车客户，目前已成功进入小鹏、特斯拉等领先新能源车车企的供应体系。

图 6：靖江分布具备年产 5000 万套零部件的能力



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 7：广州分布具备年产 3000 万套零部件的能力



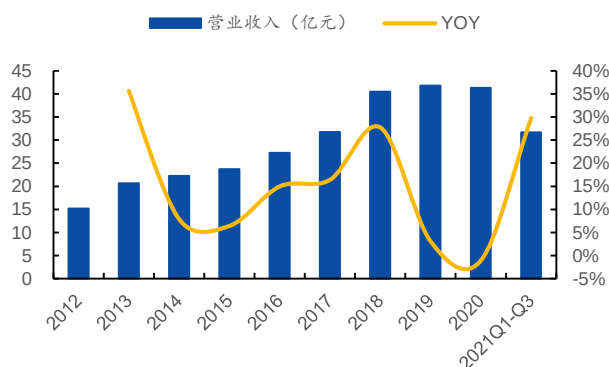
资料来源：公司官网，国元证券研究所

**生产基地紧邻汽车产业集群，深度绑定下游客户。**公司在靖江、长春、广州、惠州、武汉、海宁、成都、青岛、天津、盐城、长沙等地建立了生产基地，产品直接配套长三角、东北、珠三角、中部、西南五大汽车产业集群，并可辐射京津汽车产业集群。公司紧贴汽车产业集群的战略减少了对客户的响应时间，最大限度地降低产品的运输成本，极大提升了公司的产品竞争力。

## 1.2 经营业绩迎拐点，新能源业务放量可期

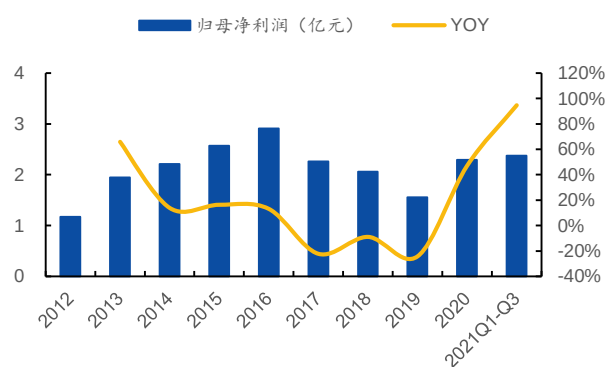
**2020 年公司业绩触底，未来业绩持续向好。**在行业转型加速、中美经贸摩擦升级及新冠疫情突袭等因素的影响下，我国汽车产业在 2020 年迎来大变局。在汽车市场整体大环境不佳的情况下，公司不断开拓市场、拓展产品品类，2020 年实现营收 41.1 亿元，同比微降 1.1%；2021Q1-Q3 公司业绩优异，实现营收 31.7 亿元，同比增长 29.8%，优于行业平均水平。公司归母净利润持续增长，2020 年实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 47.0%；根据业绩预告，预计 2021 年公司将实现归母净利润 3.4-3.9 亿元，同比增长 50.0%-71.9%。

图 8：公司营收触底回升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 9：公司净利润大幅提升

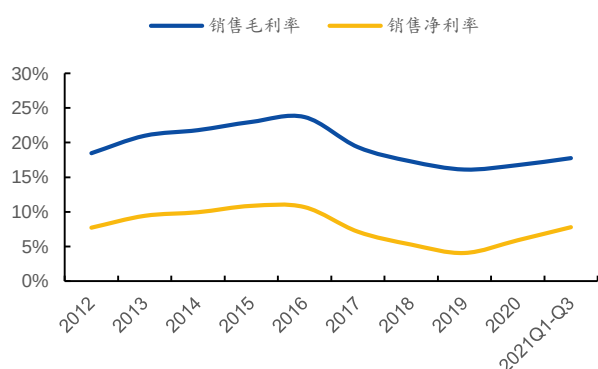


资料来源：Wind, 国元证券研究所

新能源业务放量在即，盈利能力将逐步提升。2020 年，公司综合毛利率为 16.8%，同比微增 0.6pct；2021Q1-Q3 毛利率为 17.8%。公司净利率持续提升，2020 年净利率为 5.9%，同比增加 1.8pct；2021Q1-Q3 公司净利率为 7.8%，同比增加 2.6pct。未来随着电池箱托盘等新能源产品的放量以及原材料价格的企稳甚至下降，公司盈利能力将不断增强。

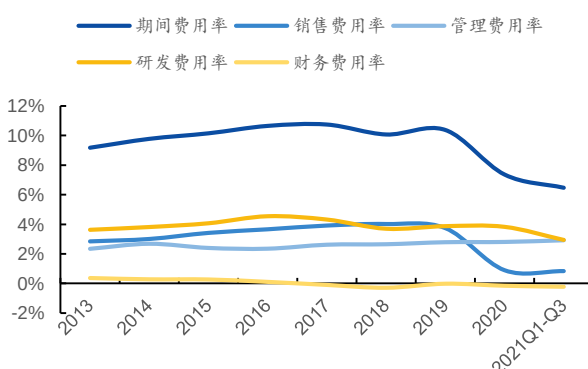
精细化管理卓有成效，期间费用率逐年下降。2020 年公司期间费用率为 7.4%，同比减少 3.0pct，主要是由于新会计准则的执行导致销售相关运输费用归于营业成本；2021 年 Q1-Q3 期间费用率为 6.5%，同比减少 4.7pct，均是由于新会计准则的执行导致销售相关运输费用归于营业成本。公司研发费用率略有下滑，但依然维持在平均水平之上。

图 10：公司毛利率、净利率



资料来源：Wind, 国元证券研究所

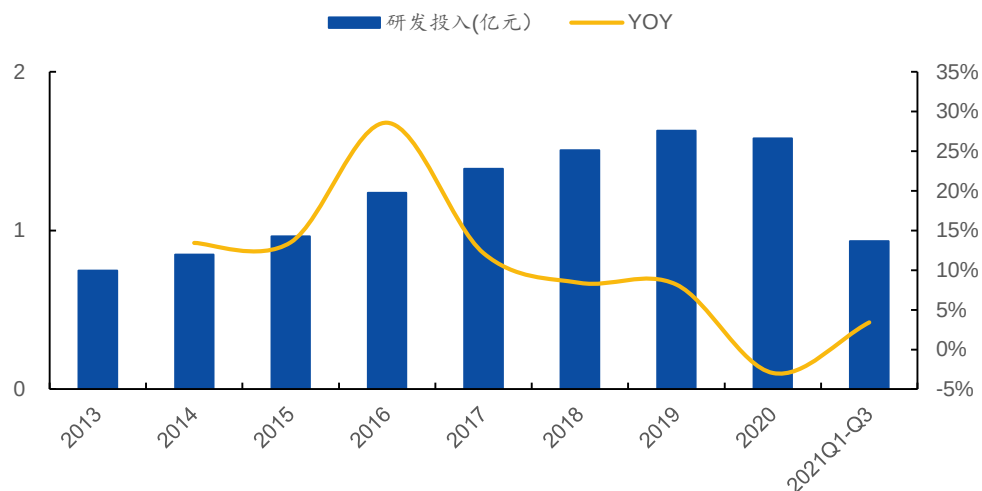
图 11：公司期间费用率呈下降趋势



资料来源：Wind, 国元证券研究所

公司注重研发创新，不断加大研发投入。2020 年公司研发支出为 1.6 亿元，受新冠疫情影响，同比微减 3.0%；2021 年 Q1-Q3 公司研发支出为 0.9 亿元，同比增长 3.4%。公司作为传统汽车零部件企业，始终坚持技术优先的原则。经过多年的生产实践及研发，公司在自动化冲压模具、螺母板成形模具和冲压过程 CAD 仿真技术等领域做了大量研究，积累了一批在乘用车冲压及焊接总成件行业的核心技术工艺。未来公司将继续提高自身产品创新和技术创新能力以加强核心竞争壁垒。

图 12：公司研发投入逐步提升

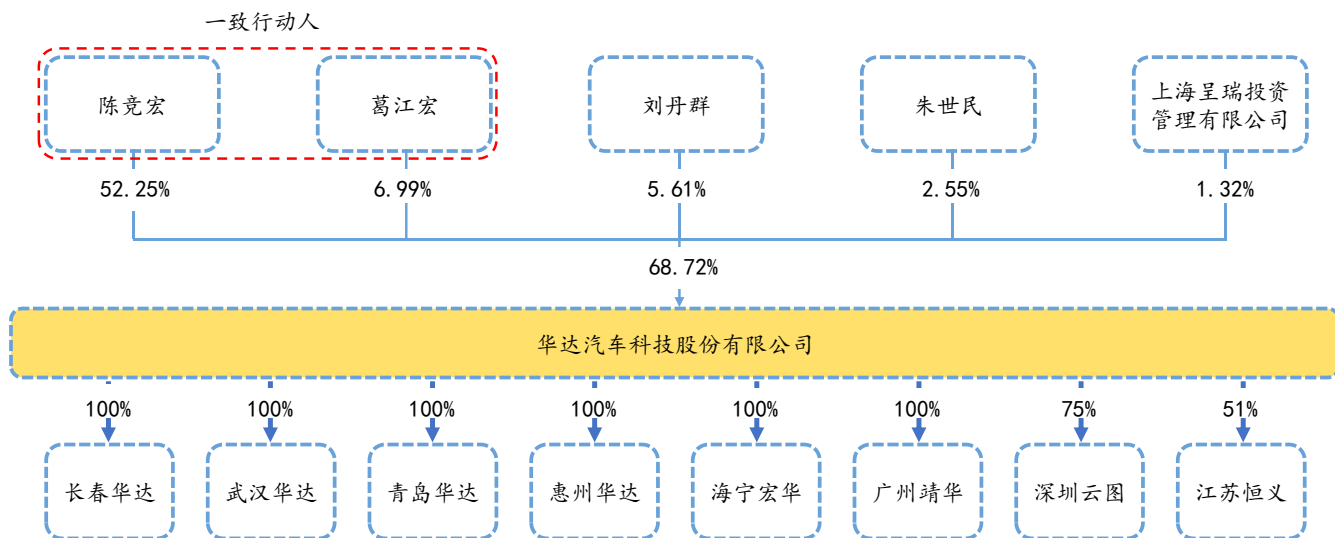


资料来源：Wind，国元证券研究所

### 1.3 公司股权结构清晰稳定，决策效率高

公司股权较为集中。公司实际控制人为陈竞宏先生，直接持有公司 52.25% 的股份。葛江宏先生为陈竞宏先生女婿，与陈竞宏先生为一致行动人，共同合计持有公司 59.24% 的股权。

图 13：公司实控人为陈竞宏先生，直接持有公司 52.25% 的股权



资料来源：Wind，国元证券研究所

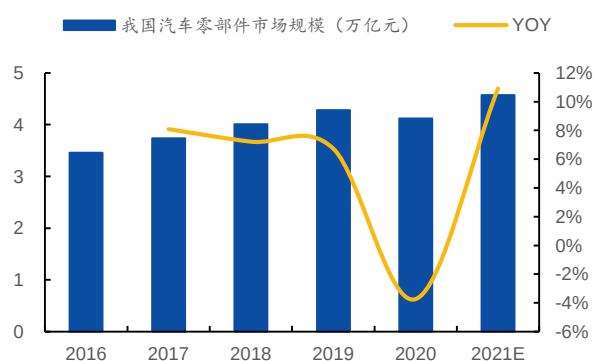
## 2.传统冲压件发展稳健，铝合金电池盒空间广阔

### 2.1 汽车零部件市场开始复苏，冲压件行业集中度持续提升

#### 2.1.1 汽车零部件发展趋于稳定，区域集中度高

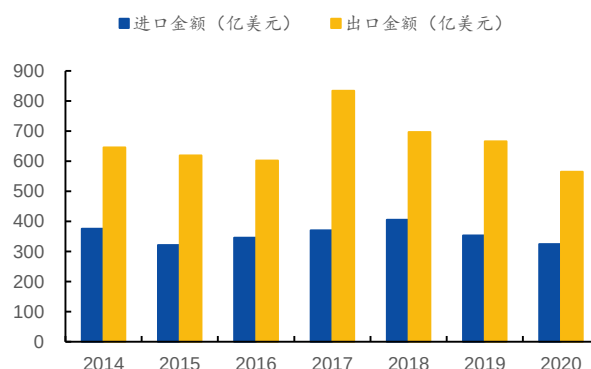
我国汽车零部件市场规模约 4.6 万亿元，未来增速稳健。我国汽车零部件领域发展稳健，近两年受新冠疫情、缺芯等因素影响增速略有下滑。随着疫情及芯片供给的逐步缓解，行业将迎来复苏。根据中研普华研究院的统计及预测，2020 年我国汽车零部件行业市场规模为 4.1 万亿元，同比下降 3.7%；2021 年虽然产能受缺芯影响较大，但预计我国汽车零部件市场规模依然可达 4.6 万亿元。

图 14：我国汽车零部件发展增速趋于稳定



资料来源：中研普华研究院，国元证券研究所

图 15：我国汽车零部件进出口金额统计



资料来源：海关总署，国元证券研究所

我国汽配行业逐步发展，目前已形成六大产业集群。我国汽车零部件行业兴起于二十世纪五十年代，当时各生产制造企业的技术水平较为薄弱，对整车厂商的依赖性较强。之后依靠较为廉价的劳动力以及配套政策的支持，我国汽车零部件行业不断发展，形成一批颇具竞争力的企业，其中部分优秀企业已进入整车厂的全球采购体系。近年来我国汽配制造领域逐步形成 6 个大规模的产业集群，产值占全行业的 80% 左右，其中包括长三角产业集群、西南产业集群、珠三角产业集群、东北产业集群、中部产业集群以及环渤海产业集群。

表 2：我国 6 大汽车产业集群和配套产业园

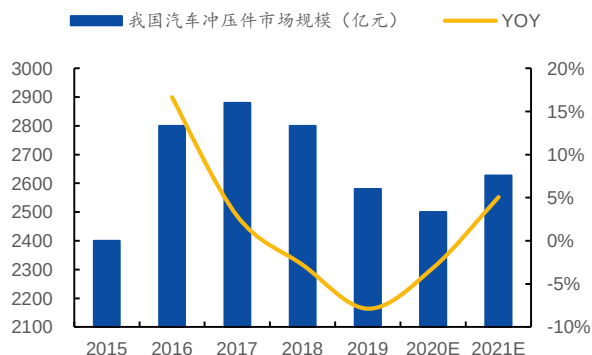
| 产业集群    | 代表性整车厂商                          | 配套产业园                                            |
|---------|----------------------------------|--------------------------------------------------|
| 长三角产业集群 | 上海通用、上汽集团、上汽大众、上汽集团、吉利汽车等        | 上海国际汽车城、上海嘉定汽车产业园集群、杭州汽车（零部件）产业园区等               |
| 西南产业集群  | 长安福特、长安汽车、上汽通用五菱、北汽银翔、北京现代、一汽大众等 | 重庆两江新区、四川成德绵南资汽车产业带、重庆长安汽车工业园等                   |
| 珠三角产业集群 | 广州本田、广汽集团、广州丰田等                  | 广州东部/北部/南部汽车产业集群、南海汽车产业园等                        |
| 东北产业集群  | 一汽集团、一汽大众、哈飞集团、华晨宝马、华晨汽车等        | 沈阳沈北新区汽车生产基地、黑龙江哈尔滨平房汽车零部件产业园区、长春汽车产业集群等         |
| 中部产业集群  | 东风神龙、上海通用、东风本田等                  | 武汉经济技术开发区、襄阳经济技术开发区、湖南汽车产业走廊、湖北沿江汽车工业走廊等         |
| 环渤海产业集群 | 北京汽车集团、北京现代、北京吉普、北京奔驰、天津一汽夏利等    | 北京汽车零部件生产基地、河北省保定市长安汽车工业园、北京怀柔汽车产业园、天津环渤海汽车生产基地等 |

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

### 2.1.2 汽车冲压件市场较分散，集中度有望持续提升

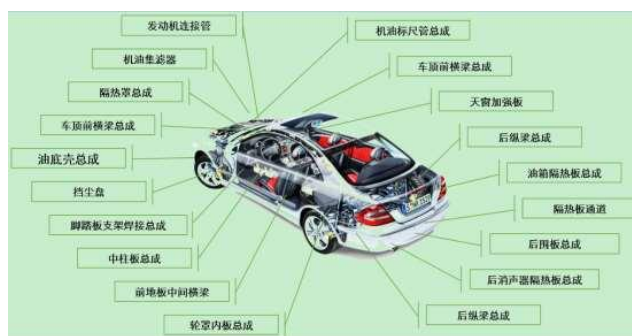
汽车冲压件品类繁多，市场空间大。目前汽车制造工艺中有 60%-70% 的金属零部件需冲压加工成型，所以冲压件在汽车上的应用非常广泛，可用作车内支撑件、结构加强件以及车身上的各种覆盖件等零部件。通常来说，每辆车上超过 1500 个的冲压件，单车价值量在 1 万元以上，根据中汽协披露数据显示，2021 年我国汽车销售量达 2628 万辆，那么 2021 年我国汽车冲压件市场将超 2600 亿。

图 16：我国汽车冲压件市场开始复苏



资料来源：华经产业研究院，中汽协，国元证券研究所

图 17：冲压件在整车上的分布



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

汽车冲压件具有非标属性，开发验证周期长。汽车冲压件会随着车型、发动机型号的变化而改变，因此其产品品类较多且对其的生产管理较为困难。通常来说，汽车冲压件的开发跟随整车项目的开发同步进行，需要进行实验室验证、路试验证和一定数量的装车验证等，最终才能进入正式批量配套阶段，验证周期较长，一般在 1 年到 2 年之间。但是一旦汽车冲压件开发成功并批量生产后，产品就会进入 4 到 5

年的稳定供应期，直至车型停产或改款。

**表 3：我国汽车冲压件市场四大梯队**

| 梯队   | 分类特点                 | 竞争力分析                                                                  |
|------|----------------------|------------------------------------------------------------------------|
| 第一梯队 | 国外汽车冲压件巨头在国内的独资或合资企业 | 拥有外资的资金、技术和管理方面的支持，市场竞争力很强，早期就占据市场龙头地位                                 |
| 第二梯队 | 规模化的民营冲压件生产企业        | 拥有较大的规模和资金实力，技术处于领先水平，具有自主模具设计制造能力，产品性价比高，质量和成本具备全球竞争力，与国外同类供应商的差距逐步缩小 |
| 第三梯队 | 国内整车生产商下属子公司         | 可以得到整车厂商的技术和管理支持，主要与其母公司建立供应配套关系。但产品结构较为单一，对整车企业的依附性很大，缺乏直接面对市场的竞争能力   |
| 第四梯队 | 其他中小型冲压件厂商           | 数量众多，研发能力、生产技术等较弱，模具开发能力不足，主要靠部分低端配到产品和为中大型配套企业加工维持经营，缺乏核心竞争力          |

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

**竞争格局较分散，集中度将持续提升。**目前国内汽车冲压件领域主要可分为 4 个梯队：国外汽车巨头在国内的合资企业为第一梯队，其技术先进且下游需求稳定；以华达科技、联名股份等为代表的国内大型民营冲压件生产企业为第二梯队，目前在部分产品取得了一定优势；国内整车厂商旗下子公司为第三梯队；其他中小型冲压件厂商为第四梯队。由于汽车冲压技术较成熟，入局玩家众多，大型厂商可利用其规模效应及技术优势逐步提升产品良品率与生产效率以达到降本的目的，所以未来行业的集中度会持续提升。

**表 4：我国汽车冲压件主要竞争企业基本情况**

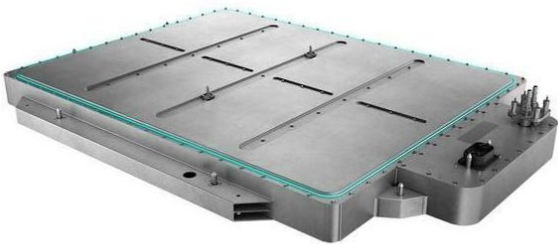
| 公司名称 | 成立日期 | 基本介绍                                        | 2020 年冲压业务（亿元） |        |
|------|------|---------------------------------------------|----------------|--------|
|      |      |                                             | 营收             | 毛利率    |
| 华达科技 | 2002 | 主营业务为乘用车冲压焊接总成件、发动机管类件及模具。配套厂商包括本田、丰田、上汽大众等 | 38.23          | 13.96% |
| 宁波华翔 | 1988 | 主营业务为汽车内外饰及车身金属件，配套厂商包括一汽大众、上汽大众等           | 41.43          | 13.37% |
| 凌云股份 | 1995 | 主营业务为汽车金属及塑料零部件，配套厂商包括宝马、奔驰、上汽通用、广汽丰田等      | 113.31         | 15.67% |
| 常青股份 | 1988 | 主营业务为冲压及焊接零部件，配套厂商包括江淮汽车、福田戴姆勒汽车、奇瑞汽车等      | 18.47          | 17.46% |
| 金鸿顺  | 2003 | 主营业务为汽车零部件的冲压焊接件及模具，配套厂商包括上汽大众、东风裕隆、大陆汽车等   | 4.25           | 5.93%  |
| 无锡振华 | 1989 | 主营业务为冲压零部件及总成及模具，配套厂商包括上汽大众、上汽通用、武汉神龙等      | 10.08          | 13.18% |
| 黎明股份 | 2003 | 主营业务为汽车冲压机焊接总成，配套厂商包括上汽通用、通用东岳、上汽大众等        | 6.51           | 15.46% |

资料来源：华经产业研究院，Wind，国元证券研究所

2.2 电池盒市场正在孵化，增量空间广阔

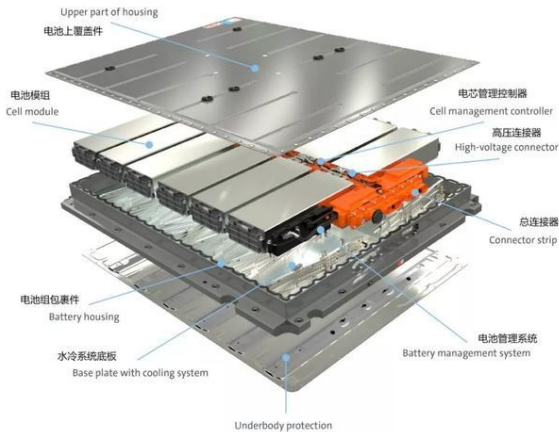
电池盒是动力电池系统中重要的安全结构件，主要由上盖与托盘（包裹件/下壳体）组成。电池盒是新能源车动力电池的主要载体，主要用于加固电池位置以及保护电池在受到撞击等特殊情况时不受损坏。通常来说，由于托盘需要承担整个电池模组的重量，其制备材料需要具备高强度、耐高温等性能，所以较上盖而言托盘的性能要求更高且重量更大。

图 18：新能源电池盒



资料来源：百度百科，国元证券研究所

图 19：电池盒结构



资料来源：大众汽车官网，国元证券研究所

顺应新能源车轻量化趋势，铝合金成电池托盘主流材料。减重不仅可以提高电动车的续航里程，还可以增加安全性能。虽然电芯占 pack 系统质量的一半以上，但目前提升电芯能量密度的技术进入瓶颈期，所以电池盒作为 pack 系统质量的重要组成部分更需要减重去弥补电芯的技术瓶颈对轻量化进程的限制。目前电池盒的主要材料包括高强度钢、铝合金、镁合金、碳纤维复合材料等，其中铝合金因其轻量化效果优异且价格适中成为现阶段托盘的主流材料，而上盖则多使用 SMC 材料。从材料工艺看，目前主流工艺包括冲压、压铸和挤压三大技术路线，铝合金挤压是电池托盘的主流方案。

表 5：主要材料成型工艺

| 材料                | 工艺    | 成本 | 重量 | 加工难度 | 优点            | 缺点               |
|-------------------|-------|----|----|------|---------------|------------------|
| 高强钢               | 冲压、焊接 | 低  | 高  | 低    | 工艺成熟、成本低      | 重量大，反锈性能差        |
| 铝合金<br>(压铸)       | 压铸    | 较高 | 低  | 中    | 工艺流程简单，轻量化效果好 | 不适合大型电池系统，强度差气孔多 |
| 铝合金<br>(挤压)       | 挤压、焊接 | 中  | 低  | 高    | 轻量化效果好        | 工艺流程复杂           |
| 复合材料<br>(碳纤维、SMC) | 粘接    | 高  | 低  | 中    | 轻量化效果好        | 批量生产工艺尚不成熟       |

资料来源：立鼎产业研究，国元证券研究所

预计 2025 年我国新能源车电池盒市场规模超 300 亿。随着电动车渗透率的不断提升及汽车智能网联化进程的提速，新能源车电池盒市场迎来巨大机遇。根据产业调

研数据显示，动力电池盒单车价值量在 2000 到 3000 元，如果按照每台 2500 元的价格估算，2022 年我国新能源车用电池盒市场规模约 140.8 亿元，2025 年市场规模将达 309.4 亿元，4 年 CAGR 超 30%。目前电池盒市场仍处于孵化阶段，未来增量空间巨大。

**表 6：动力电池盒市场规模测算**

|                |      | 2020  | 2021E | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 新能源车销量<br>(万辆) | 中国   | 136.7 | 352.1 | 563.4  | 732.4  | 952.1  | 1237.7 |
|                | YOY  | -     | 158%  | 60%    | 30%    | 30%    | 30%    |
|                | 欧洲   | 136.5 | 230.0 | 322.0  | 418.6  | 544.2  | 707.4  |
|                | YOY  | -     | 68%   | 40%    | 30%    | 30%    | 30%    |
|                | 美国   | 29.6  | 60.8  | 124.6  | 187.0  | 280.4  | 420.7  |
|                | YOY  | -     | 105%  | 105%   | 50%    | 50%    | 50%    |
|                | 其他   | 10.0  | 20.0  | 30.0   | 40.0   | 50.0   | 60.0   |
|                | 全球   | 312.8 | 662.9 | 1040.0 | 1377.9 | 1826.7 | 2425.8 |
|                | YOY  | -     | 112%  | 57%    | 32%    | 33%    | 33%    |
| 单车价值量<br>(元)   | 2500 | 2500  | 2500  | 2500   | 2500   | 2500   | 2500   |
| 电池盒市场<br>(亿元)  | 中国   | -     | 88.0  | 140.8  | 183.1  | 238.0  | 309.4  |
|                | 全球   | -     | 165.7 | 260.0  | 344.5  | 456.7  | 606.4  |

资料来源：中汽协，ACEA，国元证券研究所

**电池盒市场处于起步期，华达科技依托子公司江苏恒义迅速提升市场份额。**业内主要玩家可分为①具备电池盒生产能力的整车企业以及②给车企或电池企业做配套的零部件厂商，由于电池盒属于重资产行业，整车企业自行覆盖的回报率较低，从而现阶段以零部件厂商供应为主。具体来看，目前行业主要生产厂商有凌云股份、和胜股份、敏实集团、江苏恒义等，其中江苏恒义在电池盒市场的市占率由 2020 年的 5% 增长至 2021 年的 12%，增长幅度显著。2022 年华达科技将逐步增大对恒义的投资以扩充产能至 120 万台。随着供应体系的初步形成以及电动智能化进程的持续推进，我们认为具备技术研发、产能及相应速度等优势的企业将获得更多的市场份额。

**表 7：电池盒领域主要玩家**

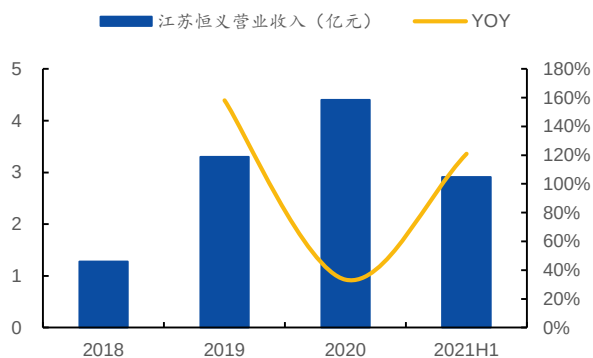
| 公司名称               | 成立日期 | 基本介绍                                                                                                          | 2020 年营收<br>(亿元) |
|--------------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 凌云股份               | 1995 | 公司是中国兵器工业集团下属上市公司，2015 年收购德国瓦达沙夫切入电池盒领域，业务涵盖钢制/铝制托盘，复合材料上盖等，是国内整车轻量化的头部玩家； <b>配套客户</b> ：保时捷、宝马、奔驰、奥迪、长城、宁德时代等 | 135.4            |
| 和胜股份               | 2005 | 公司是专注于铝挤压材研发生产的领先企业，于 2017 年切入新能源车零部件领域，2020 年下半年电池托盘业务开始放量并实现正收益，是动力电池托盘领域的龙头； <b>配套客户</b> ：宁德时代、广汽新能源、比亚迪等  | 14.84            |
| 敏实集团               | 2005 | 公司是全球知名汽车零部件供应商，较早布局动力电池盒领域，目前已实现全球化布局，2020 年国内份额第二； <b>配套客户</b> ：大众 MEB、奔驰、宝马等                               | 127.21           |
| 上海赛科利<br>(华域汽车子公司) | 2004 | 公司是华域汽车的子公司，长期深耕冲压模具领域，其电池托盘技术路线为冲压焊接； <b>配套客户</b> ：特斯拉                                                       | 46.82            |
| 江苏天钧精密             | 2017 | 依托母公司天力铝业有限公司资本，公司与 2017 年成立，并于 2018 年获得铝合金托盘等产品管理证书； <b>配套客户</b> ：比亚迪（刀片电池）等                                 | -                |
| 重庆南涪铝业             | 2010 | 公司主要从事铝合金电池托盘加工配套； <b>配套客户</b> ：比亚迪等                                                                          | -                |
| 江苏恒义<br>(华达科技子公司)  | 2002 | 公司于 2018 年被华达科技收购，其电池托盘总成业务行业领先； <b>配套客户</b> ：宁德时代、蔚小理、比亚迪、上汽、宇通、长城、江淮、金龙等                                    | 4.40             |

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

### 3. 布局铝铸轻量化业务，电池托盘持续放量

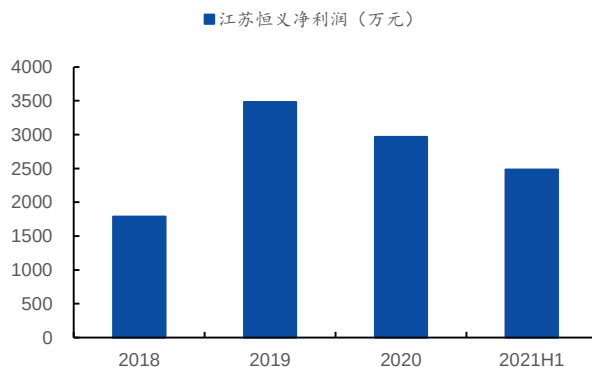
**收购江苏恒义切入新能源车零部件领域。**公司于 2018 年收购江苏恒义 51% 的股权，从而由传统汽车零部件制造业进入高速发展的新能源汽车产业。江苏恒义的主要产品包括电池托盘总成、电驱变速箱等，目前下游客户覆盖蔚小理、宁德时代、上汽时代、比亚迪丰田等。近几年恒义引进了一批以博世为代表的专业设计团队，使得恒义具备了和主机厂同步开发电池壳体的能力，并同时能协同主机厂对壳体进行进一步的优化。

图 20：江苏恒义历年营收



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 21：江苏恒义历年净利润



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**成立合资公司，产能持续扩充。**江苏恒义与新申铝业成立合资公司并共同投资建设新能源汽车电池托盘高性能项目，该项目已于 2021 年 6 月 28 日在江苏溧阳市中关村产业园正式开工。短期来看该项目可以为第一大客户上汽时代提供更加便捷的服务，减少响应时间，实现成本最小化；长期来看，该项目可将进一步完善公司产能布局以满足未来公司开发“替代产品”和市场拓展的需要。2020 年公司生产动力电池托盘 12 万只，市占率约 10%，根据公司战略规划，2021 年、2022 年、2025 年电池托盘的销量将分别达到 30 万只、50 万只、100 万只，市占率达 16% 左右。

表 8：公司电池托盘高性能镁合金应用及本土化项目

| 项目投资情况 | 具体介绍                                                                                                                                                         |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 项目建设期  | 分两期建设，一期自开工起不超过 15 个月（已于 2021 年 6 月 28 日开工），二期计划在二期建设后一年内启动，最终以实际建设情况为准。                                                                                     |
| 项目建设规模 | 一期 100 亩：熔铸 0.3 万平方、型材挤压四条线 1.2 万平方、精切割、整形 0.25 万平方、热处理 2 台 0.2 万平方、预留万吨挤压机 0.5 万平方、模具房机修主要 0.15 万平方、氧化喷涂 0.3 万平方、CNC1.2 万平方，焊接测试 3 万平方，部分仓库办公用房，总面积 7 万多平方。 |
| 实施项目   | 一期铝型材挤压 3 万吨产能，电池托盘总成 50 万只产能。将原先的单独电池托盘制造向产业链前端延伸。                                                                                                          |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

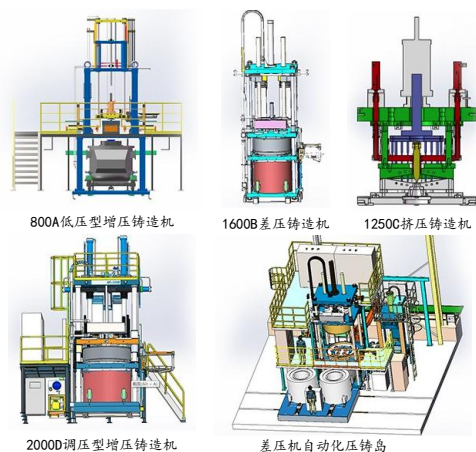
表 9：2022 年公司部分电池托盘产能规划情况

| 项目   | 规划产能     |
|------|----------|
| 靖江工厂 | 15 万只    |
| 溧阳工厂 | 一期 50 万只 |
| 广州工厂 | 20 万只    |
| 宁德工厂 | 20 万套    |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

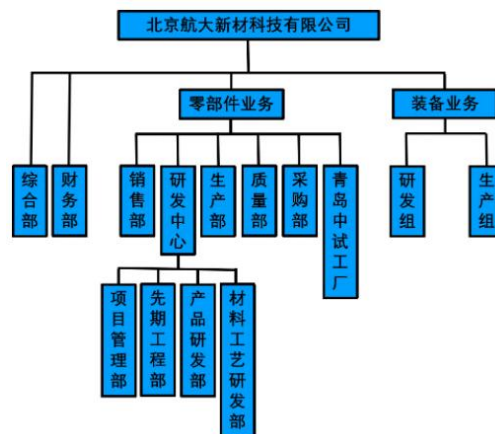
与航大新材深度合作，布局铝铸造业务。公司保持与航大新材分的深度合作，充分利用北航在轻量化领域的技术优势布局并拓展压铸领域。航大新材的大股东为航大慧才，其创始人是以张虎教授为首的北航轻量化领域研究核心人员，具有强大的专业背景。目前航大新材的主要工艺为低压压铸和差压压铸，根据调研显示，公司低压压铸将于今年年底前落地，后续将继续推进高压压铸技术。

图 22：航大新材压铸设备



资料来源：航大新材官网，国元证券研究所

图 23：航大新材运营架构



资料来源：航大新材官网，国元证券研究所

**持续推进一体化压铸工艺落地。**在新能源车轻量化的大背景下，铝压铸将会是主流方案，高强度、一体化的超级生产线将会是未来的大趋势。特斯拉已在率先采用一体化压铸后地板总成，目前国内的小鹏、威马等也正在研发此类产品。公司通过与航大新材的合作获得铝压铸工艺，未来将以此为基础进一步推进一体化压铸技术的开发。目前公司电池壳生产的一体化压铸工艺占比约 40%，未来公司将继续提升一体化压铸技术在电池盒生产领域的应用比例以降本增效。

**江苏恒义拟增资引入宁德时代关联投资者。**2022 年 1 月 27 日公司发布公告称江苏恒义拟通过增资扩股方式引入具有新能源产业背景的战略投资者晨道新能源与宁波超兴创投，其中晨道新能源的二股东宁波问鼎投资为宁德时代的全资子公司。此次拟增资将进一步加强公司与宁德时代在电池盒领域的合作，更为公司未来继续拓展新能源汽车领域奠定了坚实的基础。

表 10：投资方拟增资情况

| 投资方名称   | 投资金额<br>(万元) | 认购新增注册资本<br>(万元) | 持股比例<br>(%) |
|---------|--------------|------------------|-------------|
| 宜宾晨道新能源 | 9000.00      | 1560.39          | 9.18        |
| 宁波超兴创投  | 1000.00      | 173.38           | 1.02        |
| 合计      | 10000.00     | 1733.77          | 10.20       |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**客户资源共享，恒义发展可期。**恒义母公司华达科技深耕汽车零部件领域 30 余年，拥有优质的下游客户资源以及强大的资金实力。未来恒义可持续通过与华达科技的资源共享不断开拓新客户以及扩充产能，成长空间广阔。

## 4. 盈利预测和投资评级

### 核心假设：

- 1) 下游汽车行业逐步复苏，缺芯有所好转，公司传统冲压领域业务逐步回暖。随着公司不断加强与原有优质客户合作并积极拓展新能源车客户市场，未来将实现稳健增长。预计上游原材料价格企稳并逐步回落，毛利率有望回升。
- 2) 受益于汽车电动智能化，公司新能源业务实现快速增长。江苏恒义借助公司优质的客户资源及资金优势不断拓展新客户并扩充产能，电池托盘业务持续放量。此外，公司低压压铸预计于年底投产，未来将继续加大压铸领域的投入。

表 11：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

| 单位：百万元 |     | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 汽车零部件  | 收入  | 3823.3  | 4155.56 | 5203.48 | 6911.43 |
|        | YOY | -0.44%  | 8.69%   | 25.22%  | 32.82%  |
|        | 成本  | 3289.52 | 3565.47 | 4422.96 | 5805.60 |
|        | 毛利率 | 13.96%  | 14.20%  | 15.00%  | 16.00%  |
| 模具     | 收入  | 152.3   | 159.92  | 167.91  | 176.31  |
|        | YOY | -25.71% | 5%      | 5%      | 5%      |
|        | 成本  | 111.69  | 116.74  | 122.57  | 128.70  |
|        | 毛利率 | 26.66%  | 27.00%  | 27.00%  | 27.00%  |
| 其他业务   | 收入  | 158.23  | 166.14  | 174.45  | 183.17  |
|        | YOY | 19.68%  | 5%      | 5%      | 5%      |
|        | 成本  | 40.09   | 41.54   | 43.61   | 45.79   |
|        | 毛利率 | 74.67%  | 75.00%  | 75.00%  | 75.00%  |
| 合计     | 收入  | 4133.83 | 4481.61 | 5545.84 | 7270.91 |
|        | YOY | -1.05%  | 8.41%   | 23.75%  | 31.11%  |
|        | 成本  | 3441.30 | 3723.74 | 4589.14 | 5980.10 |
|        | 毛利率 | 16.75%  | 16.91%  | 17.25%  | 17.75%  |

资料来源：Wind，国元证券研究所

华达科技是汽车冲压件领域的龙头，目前是国内领先的汽车零部件供应商，近年来公司进行多项并购整合以加强新能源领域的布局，在立足于传统冲压焊接情况下，逐步增加新能源业务收入占比。根据行业属性、应用领域，我们国内专注铝型材挤压成型的领军企业和胜股份（电池盒领域）、背靠中国兵器工业集团的汽车零部件领先者凌云股份（电池盒领域）以及国内 NVH（减震降噪及舒适性控制）行业龙头拓普集团（压铸领域）作为可比公司，2021-2023 年三家公司的平均 PE 为 37.0/25.9/19.3。受益于汽车电动智能化带来巨大增量需求，公司电池托盘、压铸等业务将相继放量，业绩迎来井喷期。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 44.82/55.46/72.71 亿元，同比增长 8.41%/23.75%/31.11%。公司不断拓展新业务及新工艺，新能源业务占比逐步提升，低压压铸将于年底投产，精细化管理助力公司不断降本增效，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 3.33/4.22/5.80 亿元，同比增长 45.19%/26.91%/37.37%，对应 2021-2023 年的 EPS 分别为

0.76/0.96/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 27.3/21.6/15.7 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 12：相对估值表**

| 公司简称 | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 凌云股份 | 0.13  | 0.38  | 0.49  | 0.63  | 65.79 | 24.84 | 19.03 | 14.96 |
| 和胜股份 | 0.41  | 1.15  | 1.87  | 2.84  | 38.51 | 33.57 | 20.63 | 13.55 |
| 拓普集团 | 0.60  | 1.04  | 1.44  | 1.87  | 64.54 | 52.52 | 37.95 | 29.24 |
| 平均值  | 0.38  | 0.86  | 1.27  | 1.78  | 56.28 | 36.98 | 25.87 | 19.25 |
| 华达科技 | 0.52  | 0.76  | 0.96  | 1.32  | 39.70 | 27.34 | 21.55 | 15.68 |

资料来源：Wind，国元证券研究所

## 5. 风险提示

原材料价格上涨、产能投产不及预期、行业景气度下降。

**财务预测表**

| 资产负债表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| <b>流动资产</b>    | 2707.45 | 3221.06 | 3394.95 | 4178.04 | 5325.77 |
| 现金             | 678.04  | 994.21  | 1269.23 | 1857.76 | 2638.43 |
| 应收账款           | 772.27  | 899.14  | 656.91  | 656.45  | 656.12  |
| 其他应收款          | 16.82   | 11.74   | 14.87   | 19.55   | 26.76   |
| 预付账款           | 30.50   | 23.24   | 28.77   | 33.22   | 44.75   |
| 存货             | 951.83  | 1014.87 | 1211.13 | 1365.07 | 1667.94 |
| 其他流动资产         | 258.00  | 277.86  | 214.05  | 245.98  | 291.78  |
| <b>非流动资产</b>   | 1932.94 | 1859.31 | 1841.54 | 1740.27 | 1658.15 |
| 长期投资           | 53.43   | 64.56   | 105.00  | 100.00  | 100.00  |
| 固定资产           | 1270.82 | 1217.66 | 1129.49 | 1037.27 | 943.07  |
| 无形资产           | 190.82  | 213.10  | 230.32  | 239.28  | 251.54  |
| 其他非流动资产        | 417.86  | 363.99  | 376.72  | 363.71  | 363.53  |
| <b>资产总计</b>    | 4640.38 | 5080.37 | 5236.49 | 5918.31 | 6983.92 |
| <b>流动负债</b>    | 1816.59 | 2089.01 | 2029.72 | 2431.36 | 3100.18 |
| 短期借款           | 22.00   | 30.04   | 23.35   | 25.35   | 25.47   |
| 应付账款           | 1232.13 | 1406.39 | 1300.00 | 1606.20 | 2093.03 |
| 其他流动负债         | 562.45  | 652.58  | 706.37  | 799.80  | 981.68  |
| <b>非流动负债</b>   | 38.87   | 53.84   | 45.72   | 46.58   | 47.64   |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他非流动负债        | 38.87   | 53.84   | 45.72   | 46.58   | 47.64   |
| <b>负债合计</b>    | 1855.46 | 2142.84 | 2075.44 | 2477.94 | 3147.82 |
| 少数股东权益         | 132.68  | 150.22  | 175.91  | 210.20  | 256.23  |
| 股本             | 313.60  | 313.60  | 439.04  | 439.04  | 439.04  |
| 资本公积           | 1372.84 | 1372.84 | 1247.40 | 1247.40 | 1247.40 |
| 留存收益           | 965.80  | 1100.86 | 1298.70 | 1543.72 | 1893.43 |
| 归属母公司股东权益      | 2652.24 | 2787.30 | 2985.13 | 3230.16 | 3579.87 |
| <b>负债和股东权益</b> | 4640.38 | 5080.37 | 5236.49 | 5918.31 | 6983.92 |

| 现金流量表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 420.65  | 544.99  | 453.48  | 751.65  | 1007.05 |
| 净利润            | 169.00  | 243.32  | 358.37  | 456.50  | 626.03  |
| 折旧摊销           | 153.37  | 167.33  | 106.37  | 107.48  | 107.77  |
| 财务费用           | -0.56   | -6.26   | 1.04    | -4.09   | -2.54   |
| 投资损失           | -14.44  | -17.36  | -19.00  | -23.00  | -28.00  |
| 营运资金变动         | 87.44   | 35.22   | 43.45   | 194.83  | 281.22  |
| 其他经营现金流        | 25.84   | 122.74  | -36.75  | 19.92   | 22.57   |
| <b>投资活动现金流</b> | -281.13 | -160.54 | -67.89  | 13.30   | 3.93    |
| 资本支出           | 236.50  | 100.43  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期投资           | 23.29   | 0.00    | 60.17   | -11.00  | 0.00    |
| 其他投资现金流        | -21.34  | -60.11  | -7.71   | 2.30    | 3.93    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -117.55 | -88.90  | -110.57 | -176.43 | -230.31 |
| 短期借款           | 16.00   | 8.04    | -6.68   | 2.00    | 0.11    |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 普通股增加          | 0.00    | 0.00    | 125.44  | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积增加         | 0.00    | 0.00    | -125.44 | 0.00    | 0.00    |
| 其他筹资现金流        | -133.55 | -96.94  | -103.89 | -178.43 | -230.42 |
| <b>现金净增加额</b>  | 21.97   | 295.55  | 275.02  | 588.53  | 780.67  |

| 利润表             |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元          |         |         |         |         |         |
| 会计年度            | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| <b>营业收入</b>     | 4177.53 | 4133.83 | 4481.61 | 5545.84 | 7270.91 |
| 营业成本            | 3504.74 | 3441.29 | 3723.74 | 4589.14 | 5980.10 |
| 营业税金及附加         | 22.36   | 24.44   | 22.41   | 27.73   | 36.35   |
| 营业费用            | 156.29  | 36.87   | 40.33   | 49.91   | 65.44   |
| 管理费用            | 116.21  | 115.71  | 125.49  | 155.28  | 203.59  |
| 研发费用            | 161.73  | 158.12  | 176.89  | 227.16  | 294.35  |
| 财务费用            | -0.56   | -6.26   | 1.04    | -4.09   | -2.54   |
| 资产减值损失          | -39.46  | -88.20  | 0.00    | -2.88   | -3.68   |
| 公允价值变动收益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益           | 14.44   | 17.36   | 19.00   | 23.00   | 28.00   |
| <b>营业利润</b>     | 196.95  | 280.84  | 413.71  | 527.82  | 724.95  |
| 营业外收入           | 3.58    | 4.00    | 4.00    | 4.00    | 4.00    |
| 营业外支出           | 3.18    | 1.64    | 1.00    | 1.00    | 1.00    |
| <b>利润总额</b>     | 197.36  | 283.20  | 416.71  | 530.82  | 727.95  |
| 所得税             | 28.36   | 39.89   | 58.34   | 74.31   | 101.91  |
| <b>净利润</b>      | 169.00  | 243.32  | 358.37  | 456.50  | 626.03  |
| 少数股东损益          | 13.15   | 14.18   | 25.69   | 34.29   | 46.03   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 155.86  | 229.14  | 332.68  | 422.21  | 580.01  |
| EBITDA          | 349.76  | 441.91  | 521.12  | 631.22  | 830.17  |
| EPS (元)         | 0.50    | 0.73    | 0.76    | 0.96    | 1.32    |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2019   | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 3.09   | -1.05 | 8.41  | 23.75 | 31.11 |
| 营业利润 (%)        | -17.41 | 42.59 | 47.31 | 27.58 | 37.35 |
| 归属母公司净利润 (%)    | -24.28 | 47.02 | 45.19 | 26.91 | 37.37 |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 16.11  | 16.75 | 16.91 | 17.25 | 17.75 |
| 净利率 (%)         | 3.73   | 5.54  | 7.42  | 7.61  | 7.98  |
| ROE (%)         | 5.88   | 8.22  | 11.14 | 13.07 | 16.20 |
| ROIC (%)        | 8.83   | 14.05 | 22.60 | 35.13 | 69.48 |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 39.99  | 42.18 | 39.63 | 41.87 | 45.07 |
| 净负债比率 (%)       | 1.29   | 1.40  | 1.13  | 1.02  | 0.81  |
| 流动比率            | 1.49   | 1.54  | 1.67  | 1.72  | 1.72  |
| 速动比率            | 0.93   | 1.02  | 1.03  | 1.11  | 1.14  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.89   | 0.85  | 0.87  | 0.99  | 1.13  |
| 应收账款周转率         | 5.21   | 4.64  | 5.39  | 7.92  | 10.39 |
| 应付账款周转率         | 2.80   | 2.61  | 2.75  | 3.16  | 3.23  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.35   | 0.52  | 0.76  | 0.96  | 1.32  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.96   | 1.24  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 6.04   | 6.35  | 6.80  | 7.36  | 8.15  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |       |
| P/E             | 58.37  | 39.70 | 27.34 | 21.55 | 15.68 |
| P/B             | 3.43   | 3.26  | 3.05  | 2.82  | 2.54  |
| EV/EBITDA       | 22.82  | 18.06 | 15.32 | 12.65 | 9.62  |

## 投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 |                                 | (2) 行业评级定义 |                                |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上    |            |                                |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

| 合肥                                 | 上海                                    |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000                         | 邮编: 200135                            |
| 传真: (0551) 62207952                | 传真: (021) 68869125                    |
|                                    | 电话: (021) 51097188                    |