

节能蓝海，轻量飞驰

2022 年 08 月 08 日

► 豪美新材：双碳目标践行者

豪美新材，成立于 2004 年，2020 年于深交所上市，主营业务包括建筑铝型材、一般工业铝材、汽车轻量化铝型材、系统门窗等。2021 年公司铝型材产量 25.0 万吨，同比+44.92%，铝型材销量 24.6 万吨，同比+41.78%。2021 年营收 56 亿元，同比+63%，归母净利润 1.39 亿元，同比+34%。

► 子公司贝克洛系统门窗：共享建筑节能大时代

系统门窗是建筑铝型材下游应用领域之一，当前国内渗透率（5%）远低于欧洲（70%）。系统门窗产品符合低碳节能、消费升级的发展趋势。

系统门窗：渠道下沉+信息化建设赋能。2021 年公司系统门窗业务营收 3.02 亿，同比+17.06%。2022H1 系统门窗业务工程中标量 44.86 万平方米，同比增长 86.77%，其中 Q2 中标 39.65 万平方米，同比大幅增长 156.47%。**贝克洛是公司系统门窗业务运营主体（全资子公司）**，2021 年贝克洛营收 3.24 亿元，同比+31.4%。2B 端产品力强，覆盖头部房企，如万科、保利、招商、中海等，2C 端加速渠道推进、信息化建设，目前华南以外区域布局逐步完善，业务向全国辐射。

► 汽车轻量化：先发优势+技术优势突出

铝合金在汽车轻量化领域扮演关键角色，汽车每应用 1kg 铝材，可获得 2kg 减重效果。横纵向对比，我国单车铝用量仍有大幅提升空间，2020 年北美非纯电动汽车、纯电动汽车单车铝用量分别高出我国 49% 以及 85%。同时，工信部提出 2025 年、2030 年我国汽车单车用铝目标分别达 250kg、350kg。新能源汽车轻量化需求迫切，2021-2022H1 我国新能源车渗透率迅速提升。

公司积极推动产品技术创新，公司拥有汽车轻量化研发中心，研发技术团队共计 240 余人，是国内少数能批量加工车用 7 系铝挤压合金的企业，达到了国际先进水平。截至 2021 年末，公司在汽车轻量化领域取得超过 170 个定点项目，其中量产项目 70 余个，覆盖包括奔驰、本田、比亚迪、小鹏等 28 个汽车品牌推出的 140 多款车型，向约 30 家汽车零部件一级供应商提供铝合金材料和部件。2021 年，公司多款车型的防撞梁或电池托架产品进入量产期。公司汽车轻量化业务迎来高速增长，2016-2021 年汽车轻量化铝型材收入从 0.46 亿元大幅增长至 4.45 亿元，5 年 CAGR 为 57.4%，其中 2021 年销售收入约 4.45 亿元，同比增长 164%。

► 产能扩张，精美复产

IPO 募投项目全部建成投产，截至 2021 年末，公司产能达 30.58 万吨，同比+67.1%，2017-2021 年产能 CAGR 达 29.1%。2022 年公司发行可转债扩产 3.3 万吨高端工业铝型材+60 万平高端节能系统门窗幕墙生产基地。**精美特材有序复工复产**，截至 2022 年 7 月，公司已恢复 10 条熔铸生产线中的 5 条，恢复产能 10 万吨/年。

► **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 70.47、86.58、101.49 亿元，归母净利润分别为 1.62、3.16、3.78 亿元，对应 PE 分别为 22、11、9 倍。公司基于铝型材的技术优势、成本优势，积极开拓汽车轻量化、系统门窗等第二曲线。我们看好成长前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动的风险；贸易摩擦风险；应收账款较高的风险；市场变化的风险；子公司经营风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5600	7047	8658	10149
增长率（%）	62.9	25.8	22.9	17.2
归属母公司股东净利润（百万元）	139	162	316	378
增长率（%）	20.0	16.5	94.9	19.6
每股收益（元）	0.60	0.70	1.36	1.62
PE	25	22	11	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 5 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

15.16 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

相关研究

目录

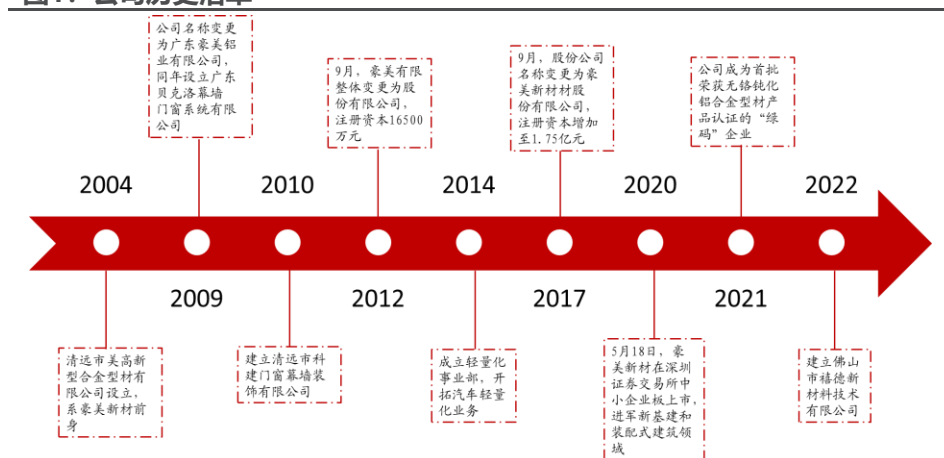
1 豪美新材：双碳目标践行者	3
1.1 公司简介	3
1.2 股权架构	6
1.3 财务简析	6
2 贝克洛系统门窗：共享建筑节能大时代	11
2.1 节能与集采助推系统门窗渗透	11
2.2 子公司贝克洛，高端领航，蓝海疾驰	13
3 汽车轻量化：先发优势+技术优势突出	19
3.1 汽车轻量化趋势强化	19
3.2 研发实力雄厚，紧跟下游需求	21
4 盈利预测与投资建议	25
4.1 产能扩张，精美特材复产	25
4.2 盈利预测假设与业务拆分	26
4.3 估值分析及投资建议	28
5 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	32

1 豪美新材：双碳目标践行者

1.1 公司简介

广东豪美新材股份有限公司，成立于 2004 年，总部位于广东清远，2020 年 5 月于深交所上市，是集专业研发、制造、销售于一体大型铝型材制造商，已形成从熔铸、模具设计与制造、挤压到深加工以及下游系统门窗的铝基新材料产业链，近年来聚焦汽车轻量化材料、系统门窗业务拓展，2022 年发行可转债募资 8.24 亿元，用于扩产高端工业铝型材产品、高端节能系统门窗基地建设、营销中心等项目及补流。公司拥有 2 个生产基地，均位于广东清远高新区，本部基地主要定位建筑铝型材，精美特材主要生产工业铝型材、汽车轻量化铝型材。

图1：公司历史沿革



资料来源：wind，公司招股说明书，民生证券研究院

- **主营业务方面**，公司主营业务包括 3 大板块：①铝型材（包括建筑用铝型材、工业用铝型材、汽车轻量化铝型材）、②系统门窗、③门窗幕墙安装。近两年，公司重点布局汽车轻量化、系统门窗，2021 年均取得快速增长。
- **技术研发方面**，公司在铝型材领域拥有国家认定企业技术中心、国家认可 CNAS 实验室等研发平台，在汽车轻量化领域建立了轻质高强铝合金材料适配系统和数据信息库，在系统门窗子公司贝克洛建立了系统门窗技术应用中心及门窗研发与检测基地。截至 2021 年底，公司共获得 33 项发明专利，253 项实用新型专利。
- **行业影响力方面**，在建筑用铝型材领域，公司是广州塔、深圳平安金融中心、上海环球金融中心等超高建筑的铝材供应商；汽车轻量化领域，公司已经成功进入奔驰、宝马、比亚迪、小鹏、蔚来等知名汽车品牌的供应体系；系统门窗领域，贝克洛产品在国内多个标志性项目中应用，如广州保

利天悦、珠海格力海岸、上海星河湾等，2022 年地产 TOP500 房企系统门窗首选率为 9%，排名第 4；工业用铝型材领域，公司下游客户包括中集集团、富华机械、志特新材等。

图2：公司主要产品及其应用场景



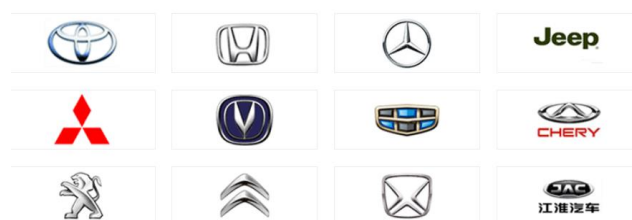
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图3：公司部分技术研发中心



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图4：公司部分已进入的汽车品牌供应体系



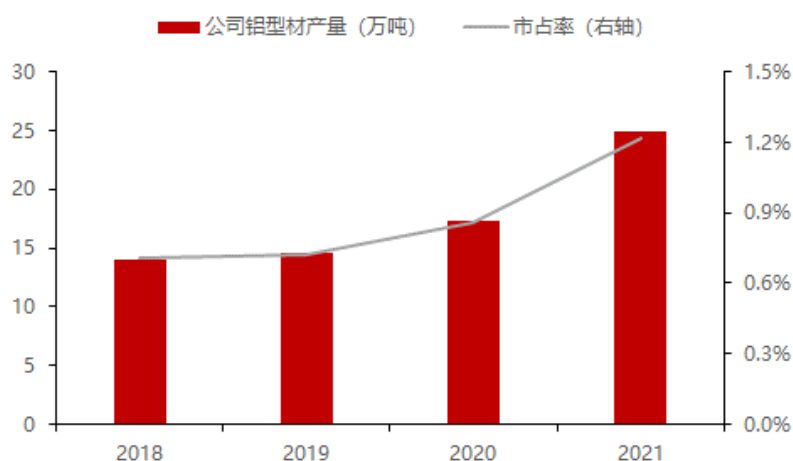
资料来源：公司官网，民生证券研究院

2018 年环保政策影响下，我国铝材产量大幅度下降，2021 年恢复至 6105.2 万吨，同比+5.6%。从铝材种类结构情况来看，铝挤压材、铝板带材、铝箔材的产量占比分别为 49.3%、29.9%和 10.2%。**公司铝型材市占率呈现提升趋势**，2018 年公司铝型材产量 13.96 万吨，国内市占率仅为 0.71%，**2021 年全国铝型材产量 2059 万吨，公司铝型材产量 24.99 万吨，同比+44.9%，国内市占率约 1.21%**。同行包括中国忠旺、兴发铝业、亚太科技、闽发铝业、和胜股份等。

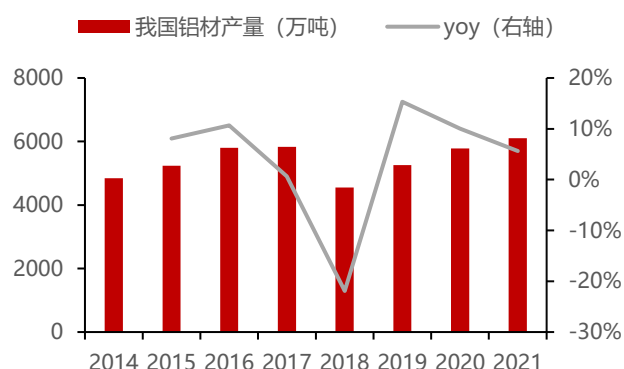
表1：2021 年主要公司铝型材市占率

公司	产品类型	产量 (万吨)	市占率
兴发铝业	建筑铝型材、工业铝型材	62.8	3.05%
亚太科技	管材类、型材类、棒材类、铸棒类	22.93	1.11%
闽发铝业	铝型材销售	8.51	0.41%
和胜股份	电子消费品类、耐用消费品类、汽车部件类等	5.65	0.27%
豪美新材	建筑铝型材、一般工业用铝型材、汽车轻量化铝型材	24.99	1.21%

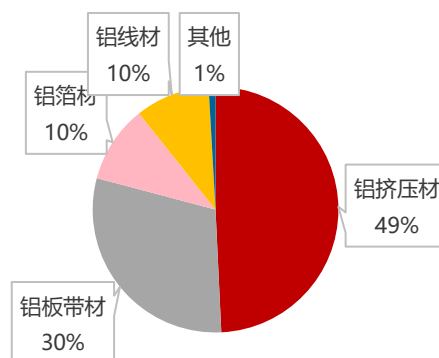
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图5：我们测算 2021 年公司铝型材市占率约 1.21%


资料来源：公司公告，中国有色加工协会，民生证券研究院测算

图6：2014-2021 年我国铝材产量 (万吨) 及 yoy


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图7：2021 年中国各类铝材产量占比


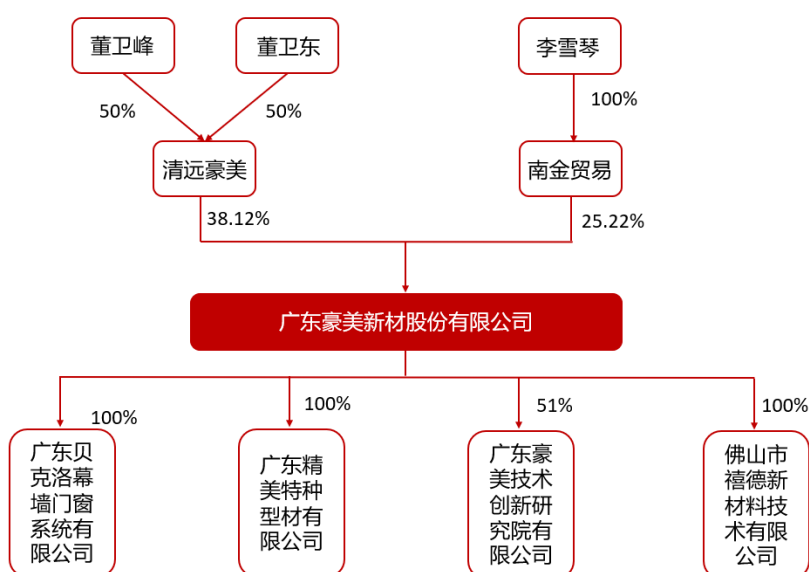
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

1.2 股权架构

截至 2022 年 5 月 24 日,公司控股股东为清远市豪美投资控股集团有限公司(简称豪美控股),持股 38.12%,公司实控人及一致行动人为董卫峰先生、董卫东先生以及李雪琴女士,合计持股 63.34%。其中,董卫峰、董卫东(兄弟关系)分别持股豪美控股 50%股权,李雪琴(与董卫东系配偶关系)通过南金贸易持股 25.22%。董卫峰先生同时担任公司董事长、总经理及董事,李雪琴担任副董事长、董事。2022 年 5 月董卫东先生通过增持,个人直接持股 0.37%。

公司拥有 4 家控股子公司,分别为贝克洛(100%控股)、精美特材(100%控股)、佛山禧德新材、豪美研究院(控股 51%),以及 3 家孙公司。其中,贝洛克是国内门窗行业领跑者,所采用的材料、部件全部由贝克洛研发、设计,委托知名企业进行代加工,进行材料性能检验,是国内唯一全封闭的系统门窗品牌。

图8: 公司股权架构 (截至 2022 年 5 月 24 日)

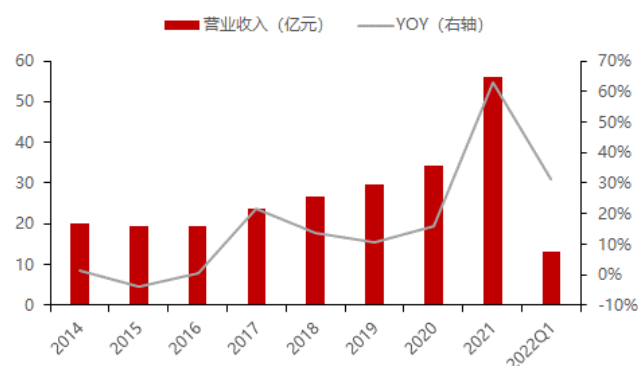


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.3 财务简析

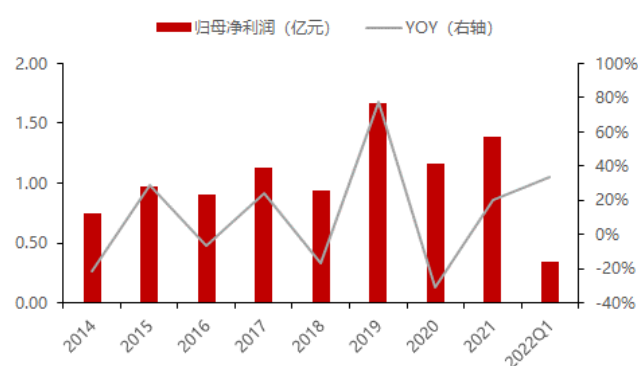
2014-2021 年营收从 20.11 亿增至 56 亿元, CAGR 为 15.75%。2021 年营收同比+63%, 主因 IPO 募投产能投产, 公司产销扩大及原材料提价、产品涨价。2021 年公司铝型材产量 25.0 万吨, 同比+44.92%, 铝型材销量 24.6 万吨, 同比+41.78%。2014-2021 年归母净利从 0.75 亿增至 1.39 亿元, CAGR 为 9.21%。2021 年归母净利 1.39 亿元, 同比+34%, 利润增速低于营收主因 2021 年铝锭年均价较 2020 年+33.60%, 毛利率受原材料涨价影响下滑。

图9：2014-2021 年公司营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2014-2021 年公司归母净利润及增速



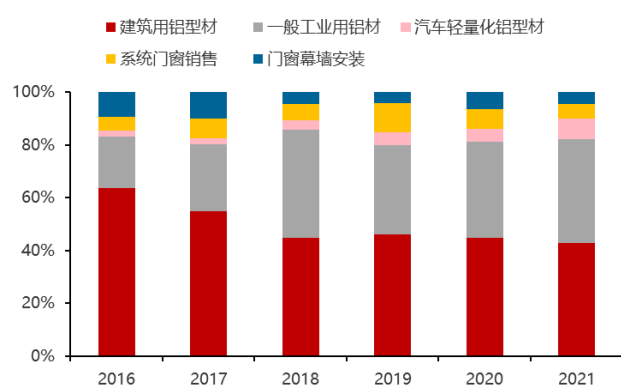
资料来源：wind，民生证券研究院

建筑铝型材占比下降，汽车轻量化铝型材加速发展。公司铝合金型材分为建筑用铝型材、一般工业用铝型材、汽车轻量化铝型材，2021 年建筑用铝型材实现收入 20.85 亿元（在总收入占比 43%，同比+56%），一般工业用铝材 20.29 亿元（占比 39%，同比+75%）、汽车轻量化铝型材 4.45 亿元（占比 8%，同比+164%）。建筑用铝型材应用包括门窗、幕墙等，是最常见的材料之一，收入占比从 2016 年的 63.65% 下降到 2021 年的 42.88%，预计公司结构不断优化，建筑用铝型材比例将呈现继续下降趋势。**此外**，2021 年系统门窗销售 3.02 亿元（占比 5.4%，同比+17%），门窗幕墙安装 2.6 亿元（占比 4.6%，同比+17%）。

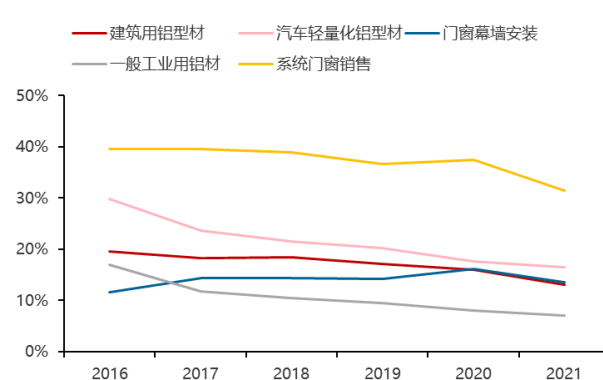
盈利能力方面，2021 年，建筑用铝型材毛利率为 13.16%，一般工业用铝材（7.07%）、汽车轻量化铝型材（16.51%）、系统门窗销售（31.43%）、门窗幕墙安装业务（13.6%），**系统门窗销售、汽车轻量化等高附加值业务的毛利率高于整体。**

公司铝型材业务主营业务成本中，直接材料成本占比超 80%，其中主要为铝锭。**公司定价方式为“铝锭价格+加工费”，加工费受材质、深加工程度、辅料、销售模式、市场竞争等多因素影响**，工序越多、合金难度越高，加工费越高。**如果遇到下游需求减弱，上游价格大涨，铝型材行业竞争会加剧、转嫁能力减弱**，从变化趋势看，建筑用铝型材符合这一特征，近几年毛利率逐年下降，从 2016 年的 19.53% 下降到 2021 年的 13.16%，但比工业铝型材多出电泳、喷涂等工序，因此毛利率水平居中。工业用铝型材毛利率最低，工业用铝大部分不需要表面处理，加工费最低。汽车轻量化业务加工费最高（在铝型材业务中），对应更高的技术加工水平。**2021 年 3 项业务单位加工费分别为（万元/吨）：0.63（建筑）、0.24（工业）、0.96（汽车轻量化）。**同时，公司还受欧盟反倾销的负面影响，2016-2019 年期间，公司海外营收占比约为 20-25%，到 2021 年仅为 10.5%。系统门窗功能属性、品牌属性兼备，不同品牌之间产品存在明显的差异性，因此议价能力较强、毛利率在公司内部最高。

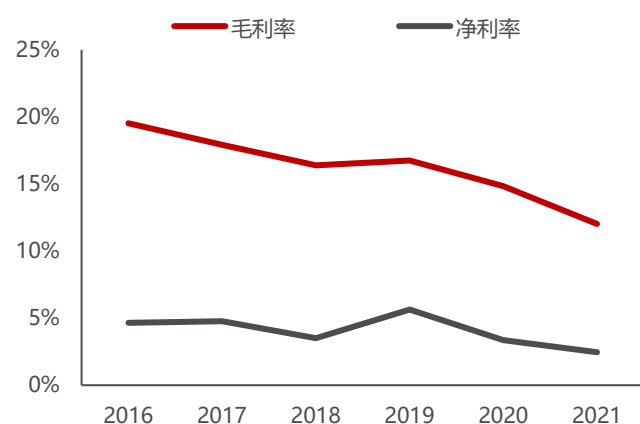
费用率方面，随着公司生产经营规模的不断扩大，期间费用率从 2017 年的 12.58% 下降至 2021 年的 8.77% (2021 年运输费科目调整)。其中，财务费用率从 2016 年的 2.93% 下降到 2021 年的 1.27%。**负债方面**，公司资产负债率维持稳定，2014-2021 年资产负债率基本维持在 55% 左右。公司短期负债提升较快，长期负债维持低水平。2014-2021 年公司短期负债从 10.87 亿元增至 26.24 亿元，2021 年同比+54.08%，其中，短期借款增加主因产销量增加，导致银行借款增加；应付票据增加主因购买材料开具的银行承兑汇票增加；其他流动负债增加主因公司将部分银行已背书未到期的银行承兑汇票调整至其他流动负债。2015-2017 年，公司非流动负债由 1.38 亿元增至 3.09 亿元，主因长期借款增加及政府补助形成的递延收益增多，后逐步下降至 2021 年的 1.82 亿元。**研发方面**，保持高投入。公司不断加大对汽车轻量化、系统门窗以及高端工业材的研发投入，研发费用率基本稳定在 3% 以上。

图11：2016-2021 年公司营收结构（亿元）


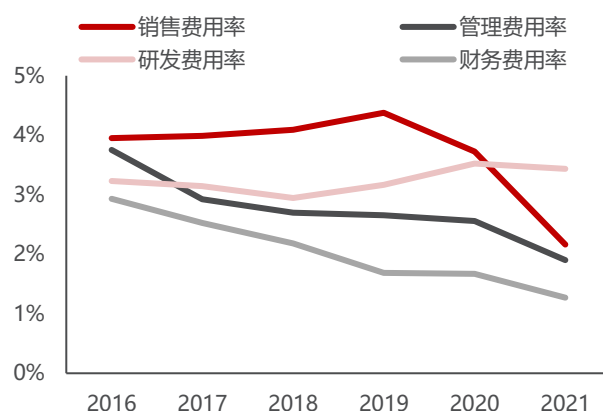
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2016-2021 年公司各业务板块毛利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2016-2021 年公司毛利率、净利率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2016-2021 年公司期间费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

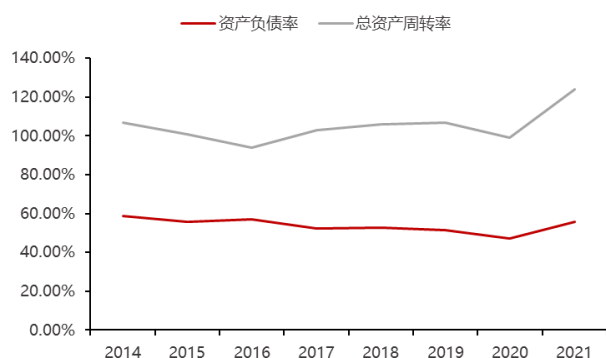
公司所得税率稳中有降。2014-2017 年，公司所得税率维持在 11%左右。2018 年以后，公司子公司科建装饰、豪美新材、贝克洛、精美特材相继被认定为高新技术企业，享受高新技术企业企业所得税优惠税率，公司所得税率进一步下降至 8%左右。2021 年，公司研发费用大幅提高，研发加计扣除大幅增加，导致所得税费用同比-105.94%。

图15：公司所得税占利润总额比重



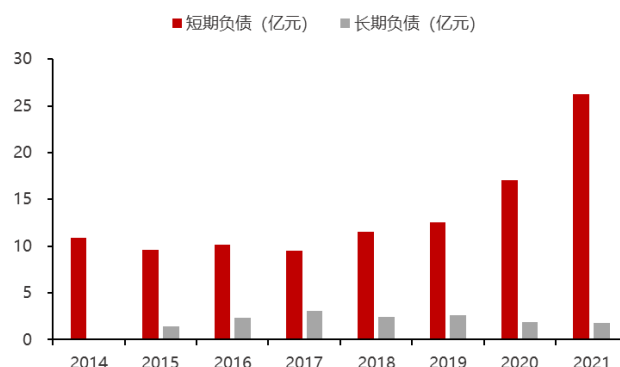
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：公司资产负债率和总资产周转率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：公司短期负债和长期负债情况



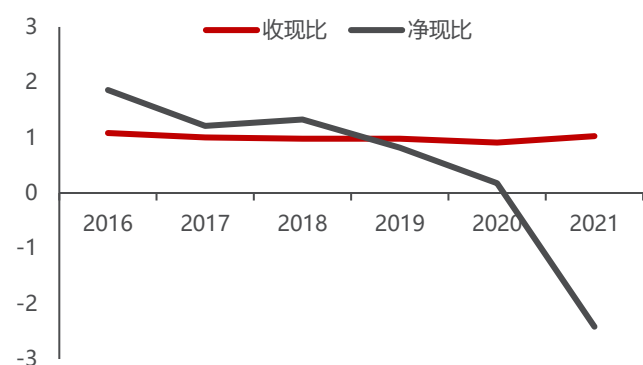
资料来源：公司公告，民生证券研究院

上游账期短、下游账期长，同时叠加原材料价格上涨，因此公司对营运资金的需求较强。2020 年上市募集资金总额 6.37 亿元，2022 年发行可转债募集资金 8.24 亿元，其中补流的资金分别为 0.6 亿元、2.4 亿元。2021 年公司收现比小幅提升，主因销量增长导致销售商品、提供劳务收到的现金增加；但公司经营活动产生的现金流量净额-3.33 亿元，2020 年度为+2028 万元，主因经营活动现金流出同比+95.16%，产量增长导致购买原材料增加，以及应收账款、票据的增加。公司 2021 年应收账款余额 13.24 亿元，占总资产、净资产、营业收入、归母净利润的

比值分别为 26.3%、59.4%、23.64%、952.52%。

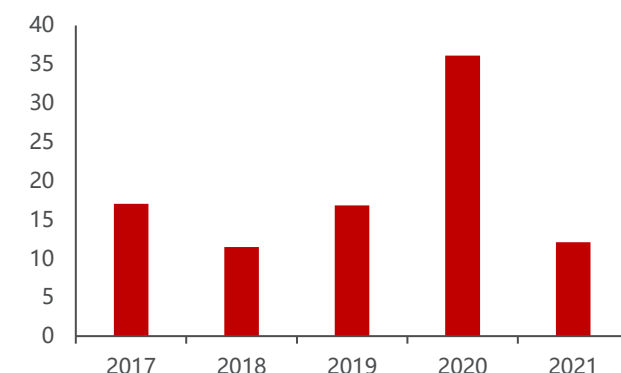
公司政府补助来源主要是产业发展引导资金及新兴产业和现代服务业发展资金，2017-2021 年，公司合计获得政府补助 0.94 亿元。

图18：公司净现比、收现比变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

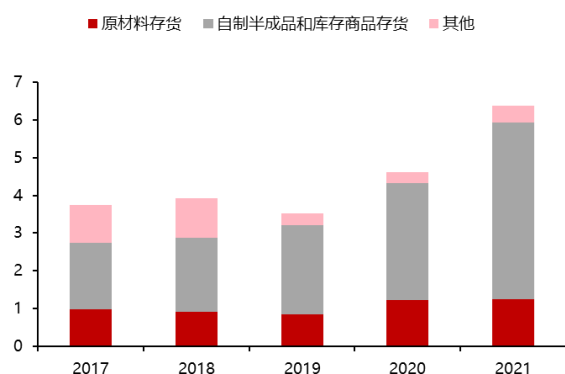
图19：公司获得政府补助情况（百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

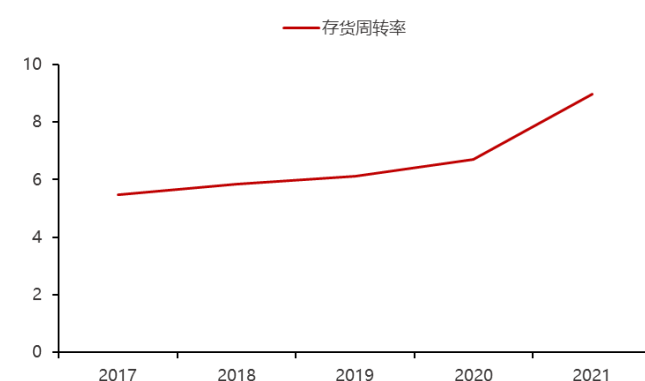
2018-2021 年，公司总存货从 3.93 亿元提升至 6.37 亿元，其中，自制品和库存商品的存货占总存货的比例从 47.36%增加至 73.78%，主因公司产销规模不断扩大和精美特材从 2018 年开始进入正常的生产阶段，公司根据市场及在手订单情况完成生产的库存商品和自制半成品增加；原材料存货占总存货的比重从 25.81% 降到 19.47%，主因公司通过“铝锭价+加工费”的模式进行销售产品的定价，按“以销定产”的模式进行生产管理，优化原材料的存货管理。2018-2021 年，公司存货周转率从 5.85 次上升至 8.96 次，主因客户需求旺盛，产品销量增加。

图20：公司存货及存货结构情况（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：公司存货周转率情况（次/年）



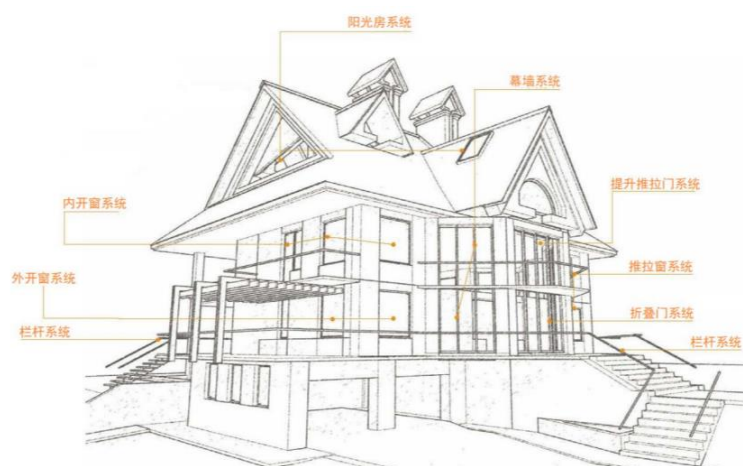
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 贝克洛系统门窗：共享建筑节能大时代

2.1 节能与集采助推系统门窗渗透

系统门窗是建筑铝型材下游应用领域之一，由铝型材、五金配件、密封胶条、玻璃等一系列材料构件组合而成，整体技术性能受各材料构件的个体性能及其相互配合集成效果影响。相比传统门窗，系统门窗以当地气候环境为基础，综合考虑水密性、气密性、抗风压、隔热、隔音、防撬、耐候性等一系列性能要求，可妥善应对如台风、沙尘暴、严寒等极端天气，并实现节能降耗。

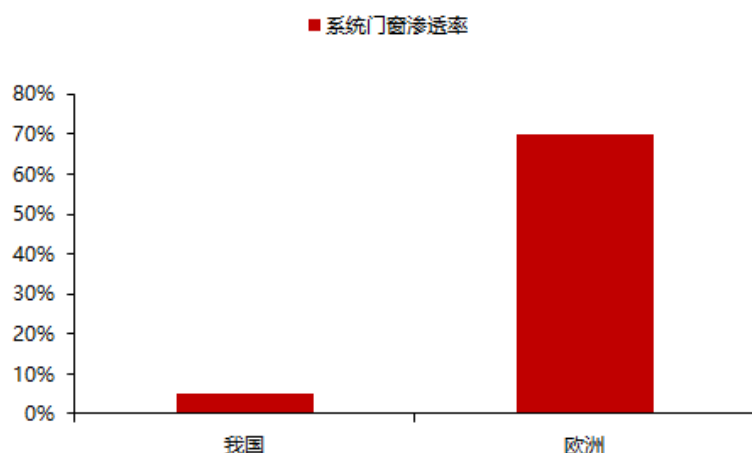
图22：豪美系统门窗产品系列



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

系统门窗国内渗透率远低于欧洲，对标海外，国内市场远景广阔。根据公司2021年12月投资者互动平台问答，系统门窗在国内门窗市场渗透率不足5%，欧洲市场的渗透率超过70%。一般情况下，门窗面积约占住宅建筑面积的20-25%，根据近几年国内房屋竣工面积、二手房交易面积测算，国内新房及二手房改造门窗规模约10亿平米，假设单平米系统门窗售价1500元，按照5%的渗透率测算，年均市场规模约750亿元；如果渗透率达到30%，对应的市场规模为4500亿元。系统门窗市场规模的扩张主要看2个维度：渗透率与客单价。渗透率与政策要求、集采助推、消费升级有关，客单价主要与产品性能、品牌营销有关。

首先，建筑节能趋势推动系统门窗渗透。系统门窗产品符合低碳节能、消费升级的发展趋势。据住房和城乡建设部统计，2021年建筑能耗占全国社会总能耗30%，通过门窗损失的能量约占建筑物外围护结构能量损失的50%。例如，相比传统门窗，在华南区域夏季使用公司“贝克洛”品牌系统门窗，可降低空调耗电量20%以上。

图23：国内系统门窗渗透率远低于欧洲


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：根据公司 2021 年 12 月投资者互动平台问答）

“建筑节能”驱动门窗升级，门窗隔热性能等节能效率要求将进一步提高。2022 年 3 月，住建部发布《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，要求根据我国门窗技术现状、技术发展方向，提出不同气候地区门窗节能性能提升目标，推动高性能门窗应用。2022 年 4 月 1 日起，《建筑节能与可再生能源利用通用规范》开始正式实施，属于住建部全文强制性文件。这套工程规范代表着我国工程建设的控制性底线要求，全部条文必须严格执行，现行工程建设标准相关强制性条文同时废止。

系统门窗符合消费升级趋势。系统门窗产品高端定位源于各方面优越性能，根据各地气候条件进行定制化开发设计：在沿海地区需具备良好的抗风压性及水密性，以抵御夏季台风天气；在北方地区需具备良好的气密性，以抵御雾霾与沙尘暴天气等。此外，系统门窗在隔音、隔热等方面具有卓越性能，能极大程度改善居住体验。

表2：国内建筑节能与绿色建筑相关政策梳理（部分）

时间	部门	文件	内容
2022 年 3 月	住建部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	规划提出“十四五”期间完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 30% 等目标。
2021 年 6 月	发改委	《“十四五”公共机构节约能源资源工作规划的通知》	积极开展绿色建筑创建行动，新建建筑全面执行绿色建筑标准，大力推动公共机构既有建筑通过节能改造达到绿色建筑标准，星级绿色建筑持续增加。加快推广超低能耗和近零能耗建筑，逐步提高新建超低能耗建筑、近零能耗建筑比例。
2020 年 7 月	住建部、发改委等	《绿色建筑创建行动方案》	既有建筑能耗水平需进一步提升，住宅健康性能不断完善，装配化建筑方式占比稳步提升，绿色建材应用将进一步扩大。
2020 年 4 月	中国建筑材料联合会	《关于进一步提升建材行业节能减排水平加快绿色低碳发展步伐的实施方案》	绿色建材占到主营业务收入的 30% 左右，新建建筑中绿色建材应用占到 40% 以上，试点示范工程绿色应用比例达 70% 以上，既有建筑改造的应用比例达到 80%，实现建材生产和建筑应用的能耗、排放都有较大幅度的降

			低。
2020 年 3 月	发改委	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的 实施意见》	鼓励使用绿色智能产品。健全绿色产品、服务标准体系和绿色标识认证体系。以绿色产品供给、绿色公交设施建设、节能环保建筑以及相关技术创新等为重点推进绿色消费，创建绿色商场。
2019 年 9 月	住建部	《关于成立部科学技术委员会建筑节能与绿色建筑专业委员会》	充分发挥绿色建筑专家智库作用，以进一步推动绿色建筑的发展，提高建筑节能水平。
2018 年 12 月	住建部	《绿色建筑评价标准》	为贯彻落实完善资源节约标准的要求，总结近年来我国绿色建筑方面的实践经验和研究成果，借鉴国际先进经验制定的第一部多目标、多层次的绿色建筑综合评价标准。
2018 年 3 月	住建部	《住房城乡建设部建筑节能与科技司 2018 工作要点》	引导有条件地区 and 城市新建建筑全面执行绿色建筑标准，扩大绿色建筑强制推广范围，力争到 2018 年底，城镇绿色建筑占新建建筑比例达到 40%。
2017 年 8 月	住建部	《住房城乡建设部科技创新“十三五”专项规划》	重点突破建筑节能与绿色建筑的关键核心技术攻关与集成，推广应用一批新技术、新工艺、新材料、新产品，整体提升住房城乡建设技术水平，大幅提高科技进步对行业发展的贡献率。
2017 年 2 月	住建部	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	到 2020 年，全国城镇绿色建筑占新建建筑比例超过 50%，新增绿色建筑面积 20 亿平方米以上，城镇新建建筑中绿色建材应用比例超过 40%。

资料来源：各政府部门官网，民生证券研究院

第二，高端系统门窗是节能蓝海。系统门窗，产品性能与使用效果存在差异性，例如节能门窗需要传热系数 K 和太阳得热系数 SHGC 合理组合来实现节能效果，胶条的密封性能、窗户的尺寸设计，理论+经验共同决定体验效果。

- (1) TO B 端针对专业化客户，品牌区分度较为明显，尤其是地产集采模式在三道红线后、在经历过房地产低迷后，决定购买的要素正在发生转变。**首先是地产开发商的“优胜劣汰”与购房者心态的转变，从开发商的名气“担保”转向交付安全、居住舒适的需求，从投机性需求向刚需与改善性需求转变，指向共同的结果：集采质量的提升。**虽然集采过去带来竞价、账期等问题，但我们也要关注到集采的两面性，新型材料的推广很多是通过开发商的引入开始走进大众视野，并由市场决定“去留”。
- (2) TO C 端针对，系统门窗是一种“舶来品”，由于国内对门窗节能的要求不高，“产品高端化的外驱力”不足。因此一直以来，市场的规模有限，渗透率停留在 2-5%，同样意味着没有过度开发，当市场风口来临、需求空间打开，企业的先发优势有充分的发挥空间。

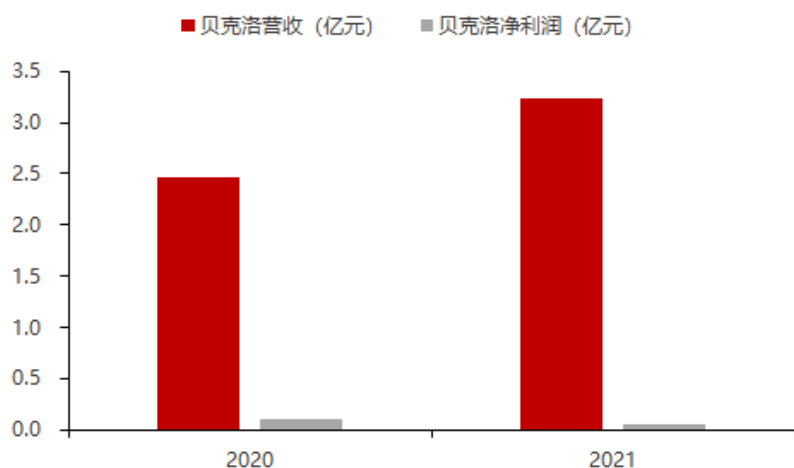
2.2 子公司贝克洛，高端引航，蓝海疾驰

贝克洛，是公司系统门窗业务运营主体（全资子公司），是全球领先的高性能系统门窗品牌。2021 年贝克洛营收 3.24 亿元，同比+31.4%。除门系列+窗系列

产品，还包括阳光房业务等。贝克洛前身是 2002 年组建的门窗系统研发中心，2009 年贝克洛品牌正式成立，同时推出第一代开放式系统产品。2014 年总部建成，并建立全球领先的系统门窗技术应用中心、门窗研发与检测基地，自 2016 年开始连续入选中国房地产开发企业 500 强首选供应商品牌，2017 年聘请德国著名设计师克劳斯担任品牌设计师，品牌视觉形象荣获 2020 德国 iF 设计奖，2020 年豪美上市，叠加 2021 年双碳目标、建筑节能和绿建规划落地，贝克洛正式迎来高速发展期。

今年 7 月公司公告，2022H1 系统门窗业务工程中标量 44.86 万平方米，同比增长 86.77%，其中 Q1 中标 5.21 万平方米，同比下降 39.12%，Q2 中标 39.65 万平方米，同比大幅增长 156.47%。2021 年公司系统门窗业务营收 3.02 亿，同比+17.06%。

图24：2020-2021 年贝克洛营收及净利润



资料来源：公司公告，民生证券研究院

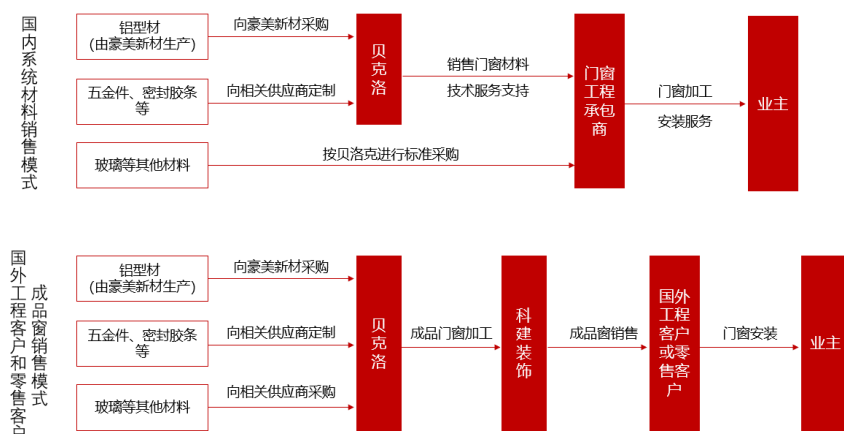
图25：贝克洛品牌发展历程



资料来源：贝克洛官网，民生证券研究院

贝克洛的产品，根据下游客户分类有不同呈现。公司根据自主研发的门窗产品方案和标准，向相关供应商定制铝型材以及五金件、胶条等门窗组件，进行模块化采购。目前研发团队总人数超过 100 人，研发方向包括技术应用、产品测试、产品研发等。基于此，公司销售模式分为系统材料销售、成品窗销售 2 种。

图26：公司系统门窗经营模式



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

对于国内工程客户，贝克洛采用系统材料销售模式；根据定制化方案，向工程客户销售铝型材、五金、胶条等在内的整套门窗系统材料，由工程客户自己加工为成品窗及现场安装。贝克洛同步提供培训服务、技术服务，包括设计、加工、安装等。公司已进入保利、中海、招商、万科等地产企业的集采名录，开拓定制化需求。

对于国外工程客户和零售客户，贝克洛采用销售成品窗模式。根据订单组织系统材料的配备，并将全套系统材料发至下游门窗加工企业，由门窗加工企业按照要求加工成成品窗，贝克洛再将成套的门窗交付给国外工程客户及经销客户。在零售领域，重点加强销售渠道拓展和线下网点布局，与物业管理公司合作在小区周边开设销售服务点，进行系统门窗销售、服务。

加大力度拓展零售市场，聘请专业团队进行品牌强化、经销商体系建设，已取得初步成效。目前，贝克洛零售业务遍布中国多地，系统门窗产品进入下沉推广阶段，系统门窗性能需客户现场体验后才能形成直观认识，因此，公司在全国各地稳步推进加盟店和体验店布局，预计华南以外区域布局逐步完善，业务向全国辐射。

图27：贝克洛系统门窗应用项目案例（部分）



资料来源：贝克洛官网等，民生证券研究院

图28：2015-2021 年贝克洛连续 6 年被评为开发商 500 强首选供应商品牌 TOP3

2021 远见·共赢 500 强首选品牌			系统窗类		
中国房地产开发企业综合实力测评成果发布会			排序	品牌名称	品牌首选率
——暨房地产高峰论坛——			1	旭格	16%
主办单位：中国房地产业协会 中国房地产测评中心			2	YKK AP	15%
承办单位：北京中房研信息技术有限公司 中房研测评技术有限公司			3	贝克洛	12%
官方网站：中房研 tangchen.com			4	易欧思	9%
			4	兴发系统	9%
			5	伟业	8%
			5	奋安	8%
			6	威克纳wicona	5%

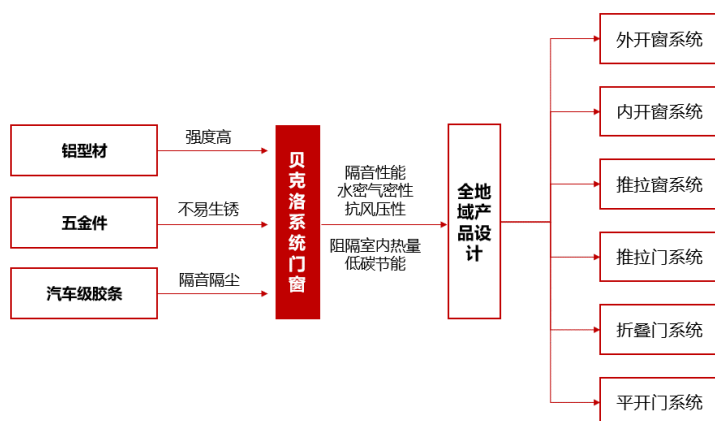
【优采】2015-2016年度 中国房地产开发企业500强			【优采】2017-2018年度 中国房			【优采】2018-2019年度 中国房			【优采】2019-2020年度 中国房地产开发企业500强首选供应品牌榜单		
排序	品牌名称	子排	排序	品牌名称	子排	排序	品牌名称	子排	排序	品牌名称	品牌首选率
1	旭格	1	1	旭格	1	1	旭格	1	1	旭格	17%
2	YKK AP	2	2	YKK AP	2	2	YKK AP	2	2	YKK AP	15%
3	贝克洛	3	3	贝克洛	3	3	贝克洛	3	3	贝克洛	12%
4	阿鲁克	4	4	普安高瑞系统	4	4	兴发系统	4	4	兴发系统	9%
5	罗普斯金	5	5	阿鲁克	5	5	伟业	5	5	伟业	8%
			6	艾尔	6	6	威克纳wicona	6	6	威克纳wicona	7%
			7	暨标	7	7	阿鲁克	7	7	阿鲁克	6%

资料来源：公司官网，民生证券研究院

推进信息化系统建设，赋能销售/采购渠道，探索“集成”之道。2022 年可转债项目公司募资 8963 万元建设营销运营中心与信息化建设项目，依托物联网及大数据支持，结合智能制造，基于智能化、可视化、制造云的 SaaS 平台核心技术，打造统一集团门户平台，实现跨地区产业连接及业务协同，以“工业互联网+”模式驱动公司智能制造升级。

贝克洛产业链条长，采用“全地域”产品设计。与一般从事门窗加工与安装的企业相比，贝克洛拥有更全面产业链，无需外购铝材和委托安装等，铝型材成本约占系统门窗材料 55%左右。贝克洛更为全面的系统门窗产业链有利于原材料供应、质量把控和提升盈利能力；为提供最大的舒适和能效，贝克洛针对中国特殊气候环境和不同建筑类型，拥有多种开启类型、应用系列门窗产品可落地销售及推广。

图29：贝克洛产品设计路线



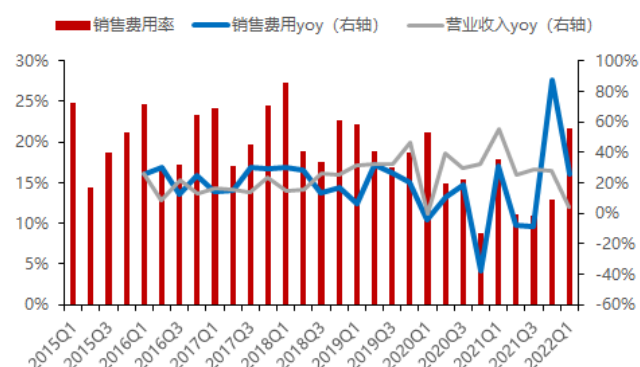
资料来源：公司官网，民生证券研究院

以坚朗五金为例，门窗五金行业订单零散低值，集成式服务提高人效。系统门窗行业上下游皆分散，商业模式可类比坚朗五金，渠道下沉+信息化建设赋能贝克洛。

- **2016-2018 年坚朗五金集中进行渠道下沉，前期投入的销售费用在 2018Q3 迎拐点。**各年度 Q1 销售费用率通常最高，主因是建筑行业 Q1 淡季营收较低，销售费用与营业收入存在错配。复盘坚朗五金各季度销售费用与营业收入，2016-2018 年坚朗集中进行渠道下沉，反映到报表上为销售费用单季度 yoy 基本高于营收 yoy；2018Q3 迎拐点，2018Q3-2021Q3 销售费用 yoy 低于营收 yoy。**对应到销售费用率方面，剔除每年 1 季度高基数影响，销售费用率也呈逐季度下降趋势。**我们认为报表反映了坚朗实际经营情况，**2019 年起坚朗集中进行渠道下沉阶段已结束，未来渠道下沉会更有针对性如针对发展潜力足低线城市，前期销售联络点、销售人员投入将逐步转化为营收、利润。**
- **信息化系统布局赋能精细化管理。**建筑五金以离散为主、流程为辅，具有 SKU 多、订单零散低值、产业链条长等特点，行业特点与商业模式决定了供应链管理是坚朗核心任务。坚朗早在 2005 年便开始建立 IT 基本架构，利用基于金蝶 K/3 的财务管理、供应链管理、制造管理，帮助坚朗

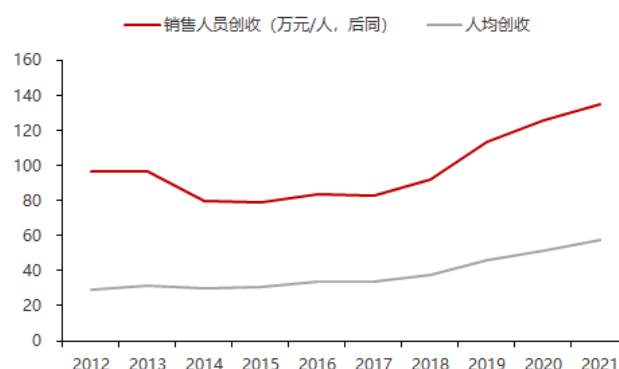
实现从接订单到发货收款全流程控制,有效降低库存;随公司业务发展,坚朗切入全球最大系统集成化解决方案供应商 ORACLE (甲骨文公司) 系统平台,对公司原有 ERP、CRM、HR、PDM、BI、SRM 等信息系统实施升级改造,打通端到端整个业务链条;坚朗销售人员工资由底薪和提成两部分组成,提成占比较高。公司引入 Callidus 销售提成系统量化销售业绩,统一标准几无争议,激励效果明显。

图30: 坚朗五金各季度销售费用与营业收入拆分



资料来源: 坚朗五金公告, 民生证券研究院

图31: 坚朗五金销售人员及全部人员人均创收



资料来源: 坚朗五金公告, 民生证券研究院

3 汽车轻量化：先发优势+技术优势突出

3.1 汽车轻量化趋势强化

铝合金在汽车轻量化领域扮演关键角色，根据有色谷《铝合金——汽车轻量化的重要材料》，汽车每应用 1kg 铝材，可获得 2kg 减重效果。汽车每减重 10%，油耗可降低 6%-8%，尾气排放量可减少 4%：

- 铝合金密度仅为钢的 1/3，同时铝可通过加工硬化或者热处理提高强度，实现高强度-重量比；
- 铝合金加工性能好，适用于铸造、挤压、冲压、锻造和机械加工等不同生产工艺；
- 类似钢材，铝合金同样可以添加不同合金元素及通过热处理工艺，获得不同程度强化；
- 铝合金表面易于形成致密氧化膜，且耐蚀性能良好；
- 铝合金具有良好的导电性、导热性、无磁性。

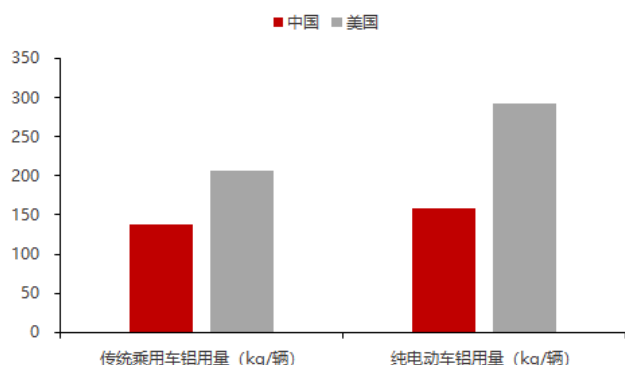
表3：铝性能与钢、铜比较

	铝	钢	铜
密度	低 (2.7g/cm ³)	较高 (7.9g/cm ³)	较高 (8.5-8.9g/cm ³)
比强度 (强度/密度)	高	较高	一般
加工性能	加工性能好，可通过挤压生产型材	加工性能一般，必须通过机械加工或焊接实现复杂形状	加工性能一般，必须通过机械加工或焊接实现复杂形状
耐腐蚀性	难腐蚀	易腐蚀	在湿度高、酸或碱性介质下会产生腐蚀

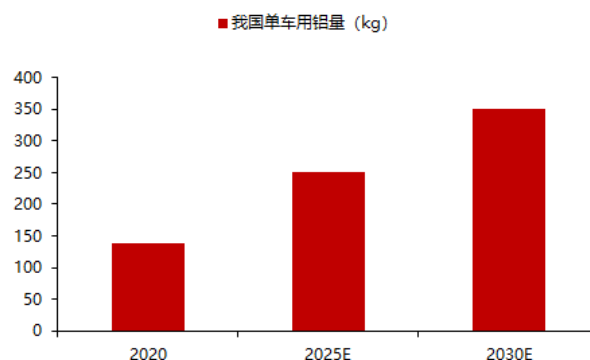
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

横纵向对比，我国单车铝用量仍有大幅提升空间。

- **与美国对比：**根据国际铝协及 Ducker Frontier 数据统计，2020 年国内传统乘用车单车用铝量为 138.6kg，纯电动乘用车单车用铝量为 157.9kg；而 2020 年北美非纯电动汽车单车用铝量为 206kg，纯电动汽车单车用铝量为 292kg，非纯电动汽车、纯电动汽车单车用量分别高出我国 49% 以及 85%。
- **远景规划：**工信部《节能与新能源汽车技术路线图》提出我国汽车轻量化单车用铝目标，2025 年和 2030 年分别实现 250kg/辆、350kg/辆。

图32：2020 年中美两国单车用铝量比较


资料来源：国际铝协，Ducker Frontier，民生证券研究院

图33：2025 年和 2030 年我国单车用铝量分别实现 250、350kg/辆

 资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，民生证券研究院
 注：2020 年数据为国内传统乘用车单车用铝量，不包含新能源

汽车轻量化技术可有效实现能耗降低的目标。美国铝业协会 (Aluminum Association) 指出，对于汽油动力汽车，每减重 10% 对应 3.3% 的油耗降低；对于柴油动力汽车来说，每减重 10% 对应 3.9% 的油耗降低。在达到汽车使用要求、安全标准及成本合理的情况下，通过将轻量化材料及轻量化制造技术，实现汽车轻量化的应用达到减重效果，是实现汽车减能减排的重要手段之一，各大汽车品牌已陆续将铝制结构应用于整车结构中。

表4：部分车厂的车型用铝情况

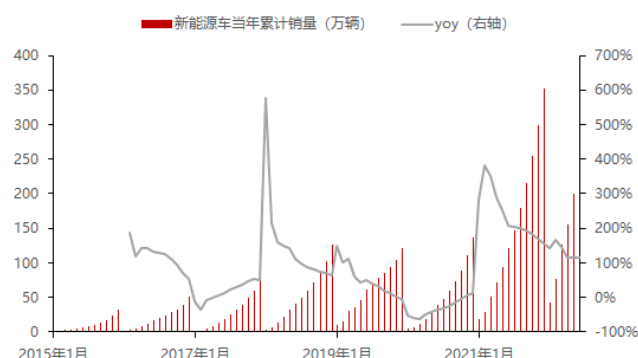
汽车生产企业	车型	铝轻量化设计
特斯拉	Model S	全铝设计，95%结构采用铝合金材料
宝马	i 系列	铝制底盘
比亚迪	腾势	铝合金减速机支架、机电壳体、电池组外壳
江淮	iEV5	铝合金动力总成箱体
北汽	E150II	铝合金动力总成箱体、机电壳体
长安	逸动电动版	安全横梁、控制臂
宝马	5 系	全铝车身
蔚来	ES8	全铝车身
路虎	揽胜	全铝车身

资料来源：旭升股份公司公告，电动网，民生证券研究院

新能源汽车轻量化需求迫切。新能源汽车在搭载电量不变的前提下，若要提高续航里程，必须通过提高效率来实现。而电动车电池重量占比较大，在电池技术未发生变革的情况下，降低车身、内饰、底盘等重量是实现轻量化的重要途径。**新能源车渗透率迅速提升。**2021 年我国新能源车销量达 352 万辆，同比+157%，

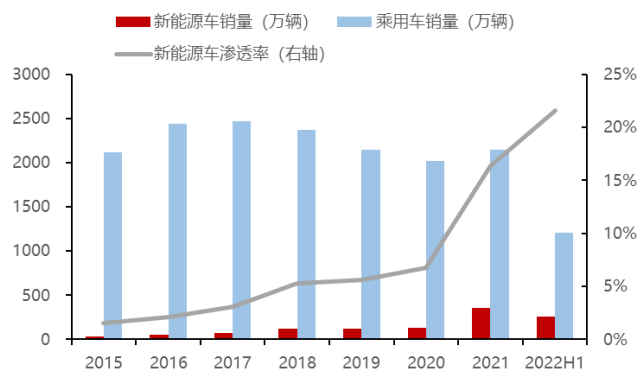
2022H1 新能源车销量 260 万辆,同比+116%。2022H1 新能源车渗透率为 21.6%,较 2020 年、2021 年分别提升 14.8、5.2pct。**新能源汽车单车铝用量高于燃油车,渗透率迅速提升带动车用铝材料放量。**

图34：中国新能源车销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

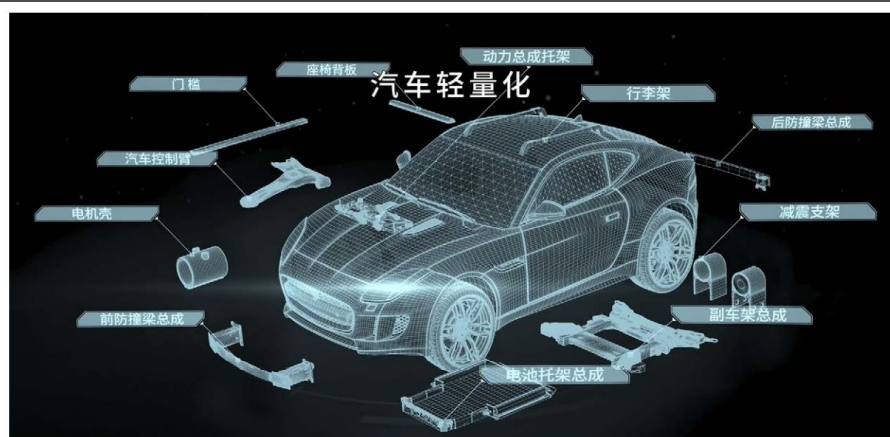
图35：新能源车渗透率情况



资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

汽车铝型材产品包括电池托盘、防撞梁、电机壳、减震支架、动力托架、副车架和门槛梁等 10 多种。汽车轻量化铝型材存在较高认证壁垒。企业需通过“**材料认证→公司体系审核→项目定点→产品开发→过程审核→产品审核**”等一系列流程，才可通过客户认证并进入其供应商体系。同时，汽车研发周期较长，零部件供应商需要按照客户要求提前做好配套产品的研发设计。

图36：汽车轻量化材料使用部位



资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

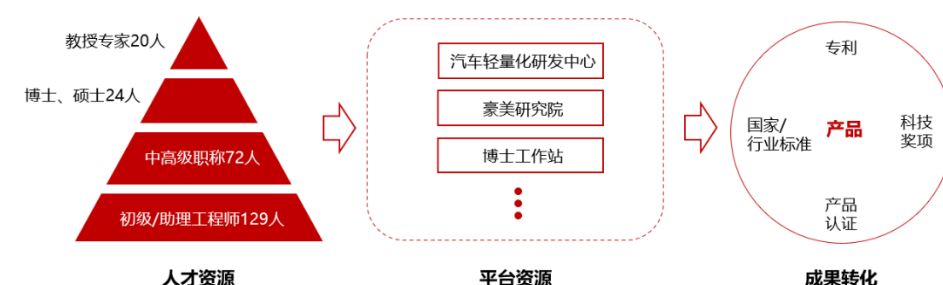
3.2 研发实力雄厚，紧跟下游需求

公司旗下全资子公司精美特材，是开展汽车轻量化业务的主体。精美特材成立

于 2010 年，集研发、生产、加工和销售铝合金型材于一体，拥有从熔铸、模具设计与制造、挤压到深加工的完整汽车材产业链。

积极推动产品技术创新，实现业务突破。公司拥有汽车轻量化研发中心，研发团队共计 240 余人，其中教授专家顾问 20 人，汽车材专业研发人员 65 名。2021 年，公司与广东腐蚀科学与技术创新研究院共同投资设立了豪美研究院，研发与储备新材料前沿技术，为公司汽车轻量化业务突破提供技术保障。截至 2021 年，公司拥有超过 250 件专利，主持与参加国家及行业标准 60 余项，通过 IATF 16949 汽车质量体系证书，成果显著。

图37：科研推动产品创新



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司研发成果丰硕，汽车轻量化铝合金产品优势明显。公司先后开发出乘用车结构用高性能铝合金及型材制备技术（荣获广东省科技进步一等奖）、高强高淬透新型 7 系铝合金及其制备工艺技术、2 系 7 系等高端合金成分熔炼、铸造、挤压及热处理等核心技术，是国内少数能批量加工车用 7 系铝挤压合金的企业，达到了国际先进水平。公司铝合金产品力学性能优秀，折弯性能、压溃性能、长期热稳定性性能远高于普通型材国标要求。

表5：公司汽车轻量化铝合金优势

特性	性能对比说明	关键指标/技术要求	公司产品国标要求	普通型材国标要求
力学性能	超高强度 7046 铝合金防撞梁，具有良好的焊接性能和可挤压性	抗拉强度 Rm、非比例延伸率为 0.2% 的屈服强度 Rp0.2、伸长率 A50	Rm≥560Mpa、 Rp0.2≥480Mpa、 A50≥10%	Rm≥320Mpa、 Rp0.2≥300Mpa、 A50≥8%
折弯性能	在 6005/6008 铝合金普通工艺基础上，通过一系列特殊工艺获得稳定的折弯性能	≥120°折弯角度	≥130°折弯角度	无
压溃性能	在 6063/6005A/6061 铝合金基础上，调整微量元素，开发新的热处理工艺，使溃缩性能符合标准要求。	溃缩 60%后最大裂缝≤15mm	溃缩 60%后最大裂缝≤5mm	无
长期热稳定性	在 6061/6005A 铝合金的基础上，调整微量元素，开发新的热处理工艺，测试结果	T6 状态下通过 150℃下 1000H 热处理后屈服强度下降不超过 10Mpa	T6 状态下通过 150℃下 1000H 热	无

符合产品要求

处理后屈服强度下降
不超过 5Mpa

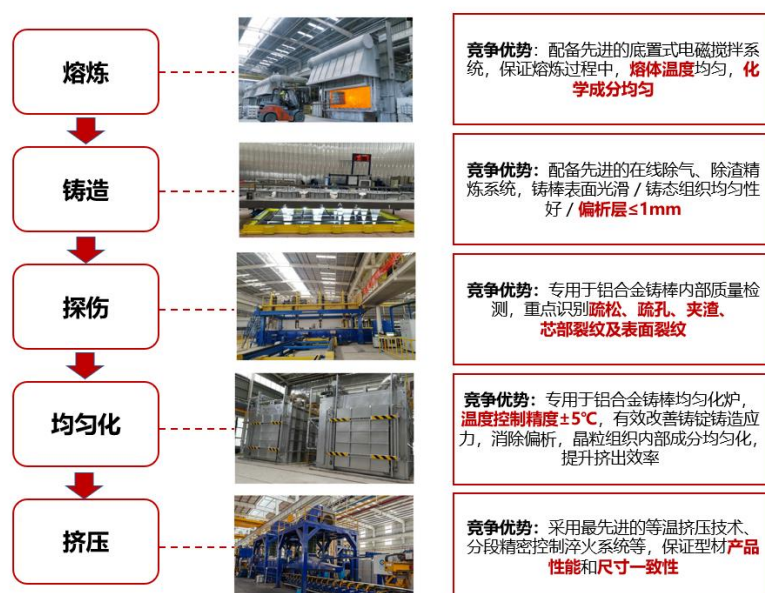
资料来源：头豹产业研究院，民生证券研究院

搭建产品开发和应用平台，赋能下游企业。合金材料成分及后续可加工性是中高端铝合金材料的核心技术要求，公司集中资源建设轻质高强铝合金材料适配系统与数据信息库，提供从产品开发到应用解决方案的综合服务，为下游企业搭建铝基轻量化材料产品开发和应用平台。

公司生产供需完整，广泛布局汽车材产业链。轻量化产品生产工序主要分为两部分：型材生产工序和部件加工工艺。型材生产工序主要分为：熔炼、铸造、探伤、均匀化、挤压，先进设备与技术保障了最终型材的优良性能与高可靠性。部件加工工艺主要分为：锯切、拉弯、时效、冲压、机加、焊接、遏制、包装。

公司轻量化产品种类丰富，产能大，交付能力优异。汽车材产品包括电池托盘、防撞梁、电机壳、减震支架、动力托架、副车架和门槛梁等 10 多种。公司拥有铝挤年产能 200 万套，可扩产至 550 万套，**是国内新能源车铝合金电池托盘材料最大的供应商之一；拥有防撞梁年产能 500 万套，是国内生产汽车铝合金防撞梁材料最大的供应商之一。**

图38：型材生产工序及亮点



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图39：轻量化产品系列

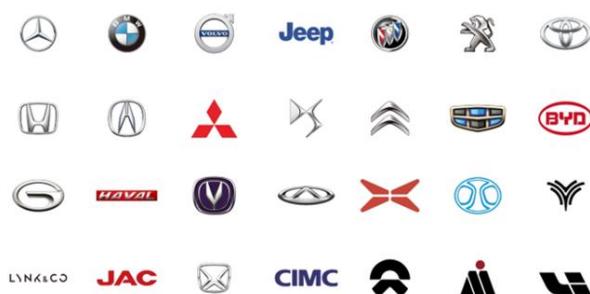


资料来源：公司官网，民生证券研究院

业务快速扩张，覆盖众多车企。公司加强对新能源汽车产品的研发投入和客户开发力度，着重拓展电池托架及防撞梁产品，成果显著。**截至2021年末，公司在汽车轻量化领域取得超过170个定点项目，其中量产项目70余个，覆盖包括奔驰、本田、比亚迪、小鹏等28个汽车品牌推出的140多款车型，向约30家汽车零部件一级供应商提供铝合金材料和部件。**2021年，公司多款车型的防撞梁或电池托架产品进入量产期。

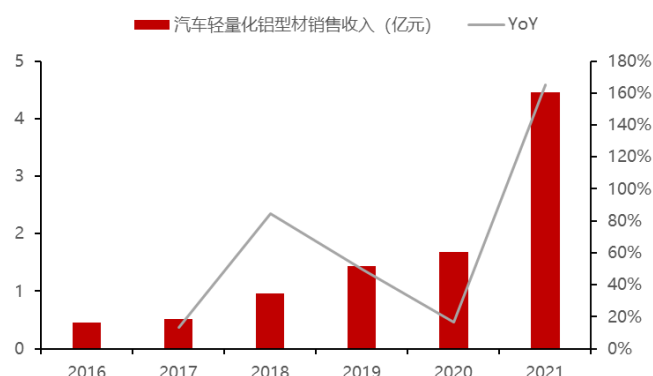
公司汽车轻量化业务迎来快速增长。2016-2021年，汽车轻量化铝型材收入从0.46亿元大幅增长至4.45亿元，5年CAGR为57.4%，其中2021年销售收入约4.45亿元，同比增长164%。

图40：公司汽车轻量化产品覆盖汽车品牌



资料来源：公司年报，招股说明书，民生证券研究院

图41：公司汽车轻量化业务收入情况



资料来源：公司年报，招股说明书，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

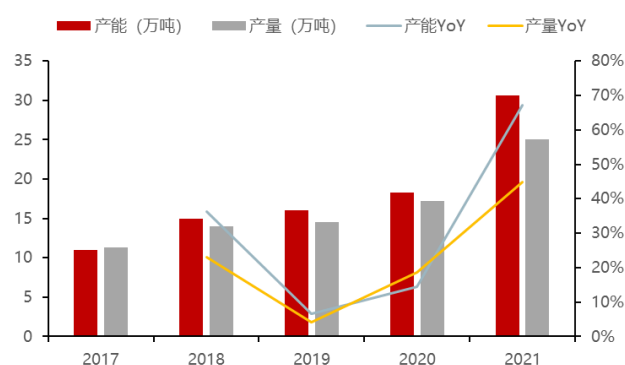
4.1 产能扩张，精美特材复产

IPO 募投项目全部建成投产，产能、快速扩张。

公司上市前，2017-2019 年公司铝合金挤压产能利用率分别为 103.20%、93.07%、90.81%，存在产能瓶颈，部分产品需要委外加工，影响产品交付期；

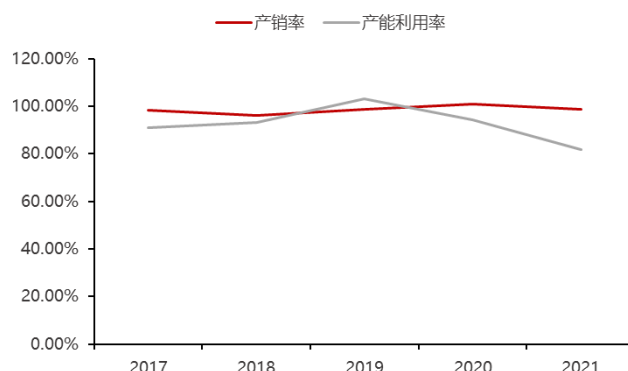
公司 IPO 在子公司精美特材募投年产 4.5 万吨高性能铝合金材料及制品项目。2021 年公司募投项目全部建成投入使用，**截至 2021 年末，公司产能达 30.58 万吨，同比+67.1%，2017-2021 年产能 CAGR 达 29.1%**。2021 年公司集中投产带来了一定消化压力，产能利用率下降至 81.73%，但下游建筑、工业、汽车轻量化铝型材销量均有不同程度增长，下游订单支撑公司产销率达 98.64%。

图42：公司产能及产量发展情况



资料来源：公司年报，招股说明书，民生证券研究院

图43：公司产销率及产能利用率变化情况



资料来源：公司年报，招股说明书，民生证券研究院

2022 年公司发行可转债投资“高端工业铝型材扩产项目”和“高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目”。“高端工业铝型材扩产项目”计划建设期 1 年，建成达产后将增加年产 3.3 万吨高端工业用铝型材产能；“高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目”计划建设期 1 年，建成达产后预计将新增系统门窗年产能 60 万平方。

表6：公司主要募投项目基本情况

项目	项目实施主体	项目情况	项目进度
铝合金新材建设项目	子公司精美特材	项目总投资 5.7 亿元，建成达产后具备 年产 4.5 万吨 高性能铝合金材料及制品的生产能力	2021 年 8 月达到预定可使用状态
高端工业铝型材扩产项目	子公司精美特材	项目总投资 2.7 亿元，建成达产后将具备 年产 3.3 万吨 高端工业用铝型材的生产能力	预计投产时间 2022 年

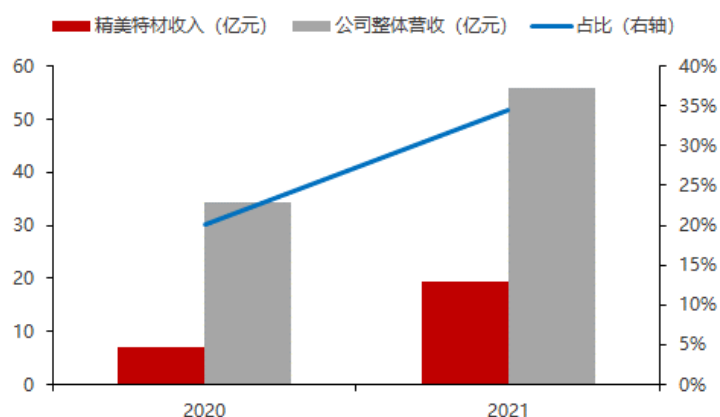
高端节能系统门窗幕墙生 孙公司科建装饰（其母公 项目总投资 2.2 亿元，建成并达产后预计将新
 产基地建设项目 司为豪美子公司贝克洛） 增系统门窗年产能 60 万平方米

预计建设周期为 1 年

资料来源：公司年报，招股说明书，民生证券研究院

精美特材有序复工复产。2022 年 4 月，由于生产事故，公司全资子公司精美特材停产。精美特材为公司 IPO 募投项目“铝合金新材建设”和可转债募投项目“高端工业铝型材扩产”实施主体，2021 年营业收入 19.35 亿元，占公司总收入 34.55%。事故发生前精美特材共有 10 条熔铸生产线，总产能 20 万吨/年；**截至 2022 年 7 月，公司已恢复 10 条熔铸生产线中的 5 条，恢复产能 10 万吨/年**，可满足精美特材大部分熔铸产能需求，精美特材熔铸产能不足部分通过豪美新材制造等方式解决。

图44：2021 年精美特材营收占比达 35.55%，同比+14.43pct



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

- 建筑用铝材业务：**公司建筑用铝型材在国内发展势头迅猛，近年来不断向海外扩张。我们预测 2022 ~ 2024 年公司建筑用铝材业务营业收入 25.2、26.5、27.8 亿元，平均增速为 5%；预计 2022 ~ 2024 年毛利率维持稳定。
- 一般工业用铝材业务：**业务发展稳定，并在 2021 年实现突破，营收创 21.84 亿元新高。随着募投项目逐步达产，我们预测 2022 ~ 2024 年公司一般工业用铝材业务营业收入 28.4、34.1、39.2 亿元，同比增速 30%、20%、15%；预计 2022 ~ 2024 年毛利率维持稳定。
- 汽车轻量化铝型材业务：**公司近年来汽车轻量化铝型材业务一直保持

高速增长，21 年同比高增 164%，目前汽车材仍以胚料交货为主，后续公司将进一步扩大机加工等后加工工序，提高附加值和毛利率，且随着募投项目逐步达产，公司产销规模有望同步扩大。我们预测 2022~2024 年公司该业务营业收入 9.0、13.5、17.9 亿元，同比增速 102%、50%、33%；预计 2022~2024 年毛利率稳定在 17%左右。

(4) 系统门窗销售业务：随着募投项目逐步达产，我们预测 2022~2024 年公司系统门窗销售业务营业收入 5.0、9.5、13.3 亿元，同比增速 65%、90%、40%；预计 2022~2024 年毛利率维持稳定。

(5) 门窗幕墙安装业务：随着公司对品牌的不断深化与完善门窗产业链集成平台，门窗幕墙安装业务发展前景均可期。我们预测 2022~2024 年公司该业务营业收入 2.8、2.9、3.1 亿元，同比增速 7%、5%、5%；预计 2022~2024 年毛利率维持稳定。

表7：公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计						
收入 (百万元)	2,968	3,437	5,600	7,047	8,658	10,149
YoY	10.6%	15.8%	63%	26%	23%	17%
成本 (百万元)	2,471	2,927	4,926	6,179	7,510	8,773
YoY	10.2%	18.5%	68%	25%	22%	17%
毛利 (百万元)	497	510	673	868	1,148	1,376
毛利率	16.74%	14.83%	12.02%	12.3%	13.3%	13.6%
建筑用铝型材						
收入 (百万元)	1,371	1,540	2,401	2,521	2,647	2,780
YoY	14.3%	12.4%	55.9%	5%	5%	5%
成本 (百万元)	1,136	1,294	2,085	2,193	2,303	2,432
YoY	16.2%	13.9%	61%	5%	5%	6%
毛利 (百万元)	235	246	316	328	344	347
毛利率	17.13%	15.96%	13.16%	13.0%	13.0%	12.5%
一般工业用铝材						
收入 (百万元)	996	1,246	2,184	2,839	3,406	3,917
YoY	-9.3%	25.1%	75.2%	30%	20%	15%
成本 (百万元)	901	1,145	2,029	2,641	3,166	3,645
YoY	-8.3%	27.1%	77%	30%	20%	15%
毛利 (百万元)	95	101	154	197	240	272
毛利率	9.51%	8.10%	7.07%	7.0%	7.0%	7.0%
汽车轻量化铝型材						
收入 (百万元)	144	168	445	898	1,347	1,792
YoY	49.3%	17.1%	164.0%	102%	50%	33%
成本 (百万元)	115	139	371	750	1,117	1,487

YoY	51.7%	20.9%	168%	102%	49%	33%
毛利 (百万元)	29	30	73	148	230	305
毛利率	20.24%	17.65%	16.51%	16.5%	17.0%	17.0%
系统门窗销售						
收入 (百万元)	327	258	302	498	946	1,325
YoY	102.2%	-21.1%	17.1%	65%	90%	40%
成本 (百万元)	207	161	207	342	651	914
YoY	110.1%	-22.2%	28%	65%	91%	40%
毛利 (百万元)	120	96	95	156	295	411
毛利率	36.58%	37.39%	31.43%	31.4%	31.2%	31.0%
门窗幕墙安装						
收入 (百万元)	129	223	260	278	292	306
YoY	2.8%	72.3%	16.6%	7%	5%	5%
成本 (百万元)	111	186	224	240	254	267
YoY	2.9%	68.2%	20%	7%	6%	5%
毛利 (百万元)	18	36	35	38	38	40
毛利率	14.21%	16.24%	13.60%	13.6%	13.0%	13.0%
其他业务						
收入 (百万元)	1	2	9	13	20	29
YoY	53.6%	61.2%	317.3%	50%	50%	50%
成本 (百万元)	1	1	9	12	19	28
YoY	89.5%	12.0%	679.3%	31%	50%	50%
毛利 (百万元)	0	1	-1	1	1	1
毛利率	16.11%	42.07%	-8.67%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.3 估值分析及投资建议

公司汽车轻量化铝型材业务在新能源汽车普及化的推动下, 不断实现高增长盈利; 工业用、建筑用铝材业务及门窗业务, 也伴随着公司发展规划的完善和品牌深化效应迎来业绩的稳步提升。

对于可比上市公司选择, “建筑用铝型材+工业用铝型材” 方向的可比公司包括志特新材 (专业从事建筑铝模系统的综合服务提供商)、鑫铂股份 (主营工业铝型材、工业铝部件及建筑铝型材); **“汽车轻量化铝型材”** 方向的可比公司为和胜股份 (以新型铝合金材料为基础, 应用熔铸、挤压及精密加工核心技术, 产品用于电子消费品、耐用消费品及汽车零部件等产业)、亚太科技 (全球汽车行业铝材重要供应商及航空航天、轨道交通、海洋工业等其他工业领域铝材优质供应商)。

以 2022 年 8 月 5 日为基准, 可比公司 2022 年 PE 均值为 25 倍, 公司对应 PE 为 22 倍, 低于可比公司均值。

表8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300986.SZ	志特新材	33.75	1.40	1.35	1.84	24	21	13
003038.SZ	鑫铂股份	56.14	1.14	1.78	2.90	49	35	22
002824.SZ	和胜股份	50.35	1.12	1.61	2.54	45	31	20
002540.SZ	亚太科技	6.32	0.36	0.44	0.53	18	14	12
		平均值				34	25	17
002988.SZ	豪美新材	15.16	0.60	0.70	1.36	25	22	11

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 8 月 5 日；兴发铝业、闽发铝业因暂无 wind 一致预测数据，未纳入可比公司

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 70.47、86.58、101.49 亿元，归母净利分别为 1.62、3.16、3.78 亿元，对应 PE 分别为 22、11、9 倍。公司基于铝型材的技术优势、成本优势，积极开拓汽车轻量化、系统门窗等第二曲线。我们看好成长前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原材料价格波动的风险。若重要原料铝锭价格持续大幅波动，可能给公司的资金周转、经营业绩造成一定的不利影响。

2) 贸易摩擦风险。公司海外业务收入占主营业务收入 10.51%。若未来出台反倾销等贸易政策，可能对公司生产经营产生不利影响。

3) 应收账款较高的风险。如果未来公司主要客户的应收账款无法及时收回，可能会对公司的资金周转和经营发展产生一定的不利影响。

4) 宏观政策变化不及预期的风险。如果因国家宏观调控政策导致房地产投资增速持续放缓，可能对公司生产经营和市场销售带来一定的不利影响。

5) 子公司经营风险。若子公司精美特材再次发生生产事故或剩余产线复产复工不及预期，有可能对公司盈利能力产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5600	7047	8658	10149
营业成本	4926	6179	7510	8773
营业税金及附加	16	20	23	28
销售费用	121	152	186	219
管理费用	106	134	163	190
研发费用	192	242	294	350
EBIT	207	372	526	650
财务费用	71	96	110	117
资产减值损失	0	-1	-1	-5
投资收益	2	1	5	1
营业利润	138	175	340	409
营业外收支	-1	-2	-2	-5
利润总额	137	173	338	404
所得税	-1	13	25	30
净利润	138	160	313	374
归属于母公司净利润	139	162	316	378
EBITDA	304	524	682	810

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	420	970	766	870
应收账款及票据	1793	1994	2630	2739
预付款项	130	163	198	231
存货	637	735	890	1005
其他流动资产	246	300	353	407
流动资产合计	3226	4161	4837	5252
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1463	1730	1817	1824
无形资产	260	260	260	260
非流动资产合计	1807	2260	2224	2179
资产合计	5033	6421	7061	7431
短期借款	1706	2106	2206	2206
应付账款及票据	528	550	798	820
其他流动负债	390	432	472	508
流动负债合计	2624	3088	3476	3535
长期借款	34	29	24	19
其他长期负债	148	972	972	972
非流动负债合计	182	1001	996	991
负债合计	2806	4089	4472	4525
股本	233	233	233	233
少数股东权益	-1	-3	-6	-10
股东权益合计	2227	2333	2589	2905
负债和股东权益合计	5033	6421	7061	7431

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	62.91	25.85	22.87	17.22
EBIT 增长率	21.72	79.84	41.45	23.50
净利润增长率	20.03	16.51	94.86	19.57
盈利能力 (%)				
毛利率	12.02	12.32	13.26	13.56
净利率	2.49	2.30	3.65	3.72
总资产收益率 ROA	2.76	2.52	4.47	5.08
净资产收益率 ROE	6.25	6.94	12.17	12.96
偿债能力				
流动比率	1.23	1.35	1.39	1.49
速动比率	0.86	0.98	1.00	1.04
现金比率	0.16	0.31	0.22	0.25
资产负债率 (%)	55.75	63.67	63.33	60.90
经营效率				
应收账款周转天数	70.34	70.00	68.00	67.00
存货周转天数	40.17	40.00	39.00	39.00
总资产周转率	1.24	1.23	1.28	1.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.70	1.36	1.62
每股净资产	9.57	10.03	11.15	12.52
每股经营现金流	-1.43	0.39	-0.05	1.75
每股股利	0.22	0.24	0.24	0.25
估值分析				
PE	25	22	11	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	16.28	10.71	8.67	7.17
股息收益率 (%)	1.45	1.56	1.59	1.64

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	138	160	313	374
折旧和摊销	97	152	156	160
营运资金变动	-673	-373	-633	-317
经营活动现金流	-333	90	-12	407
资本开支	-400	-607	-122	-120
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-396	-606	-117	-119
股权募资	0	0	0	0
债务募资	409	1219	95	-5
筹资活动现金流	298	1066	-75	-183
现金净流量	-432	550	-204	105

插图目录

图 1: 公司历史沿革	3
图 2: 公司主要产品及其应用场景	4
图 3: 公司部分技术研发中心	4
图 4: 公司部分已进入的汽车品牌供应体系	4
图 5: 我们测算 2021 年公司铝型材市占率约 1.21%	5
图 6: 2014-2021 年我国铝材产量 (万吨) 及 yoy	5
图 7: 2021 年中国各类铝材产量占比	5
图 8: 公司股权架构 (截至 2022 年 5 月 24 日)	6
图 9: 2014-2021 年公司营收及增速	7
图 10: 2014-2021 年公司归母净利及增速	7
图 11: 2016-2021 年公司营收结构 (亿元)	8
图 12: 2016-2021 年公司各业务板块毛利率情况	8
图 13: 2016-2021 年公司毛利率、净利率变化	8
图 14: 2016-2021 年公司期间费用率情况	8
图 15: 公司所得税占利润总额比重	9
图 16: 公司资产负债率和总资产周转率情况	9
图 17: 公司短期负债和长期负债情况	9
图 18: 公司净现比、收现比变化情况	10
图 19: 公司获得政府补助情况 (百万元)	10
图 20: 公司存货及存货结构情况 (亿元)	10
图 21: 公司存货周转率情况 (次/年)	10
图 22: 豪美系统门窗产品系列	11
图 23: 国内系统门窗渗透率远低于欧洲	12
图 24: 2020-2021 年贝克洛营收及净利润	14
图 25: 贝克洛品牌发展历程	14
图 26: 公司系统门窗经营模式	15
图 27: 贝克洛系统门窗应用项目案例 (部分)	16
图 28: 2015-2021 年贝克洛连续 6 年被评为开发商 500 强首选供应商品牌 TOP3	16
图 29: 贝克洛产品设计路线	17
图 30: 坚朗五金各季度销售费用与营业收入拆分	18
图 31: 坚朗五金销售人员及全部人员人均创收	18
图 32: 2020 年中美两国单车用铝量比较	20
图 33: 2025 年和 2030 年我国单车用铝量分别实现 250、350kg/辆	20
图 34: 中国新能源车销量情况	21
图 35: 新能源车渗透率情况	21
图 36: 汽车轻量化材料使用部位	21
图 37: 科研推动产品创新	22
图 38: 型材生产工序及亮点	23
图 39: 轻量化产品系列	24
图 40: 公司汽车轻量化产品覆盖汽车品牌	24
图 41: 公司汽车轻量化业务收入情况	24
图 42: 公司产能及产量发展情况	25
图 43: 公司产销率及产能利用率变化情况	25
图 44: 2021 年精美特材营收占比达 35.55%, 同比+14.43pct	26

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2021 年主要公司铝型材市占率	5
表 2: 国内建筑节能与绿色建筑相关政策梳理 (部分)	12

表 3: 铝性能与钢、铜比较	19
表 4: 部分车厂的车型用铝情况	20
表 5: 公司汽车轻量化铝合金优势	22
表 6: 公司主要募投项目基本情况	25
表 7: 公司营收拆分-假设表	27
表 8: 可比公司 PE 数据对比	29
公司财务报表数据预测汇总	31

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026