

文灿股份 (603348.SH)

买入
中报点评：新能源和结构件业务持续高增长，百炼整合进入提速阶段

核心观点

2021年上半年实现24亿营收，同比增长20%。2022年1-6月，公司实现营业收入24亿元（同比+20%）；实现归母净利润1.36亿元（业绩预告为1.25-1.45亿元），同比+86%。Q2实现营业收入12亿元（同比+22%）；实现归母净利润0.6亿元（同比+145%）。主要受益于客户缺芯缓解，公司销售订单恢复，收入带来增长，且新能源汽车产品收入占比提高，带动公司毛利增长。

二季度毛利率有所下滑，净利率同比提升。受疫情、芯片涨价等影响，公司毛利率及净利率逐年走低。2022年上半年公司毛利率为18.34%，同比下滑1.14PCT；净利率为5.58%，同比提升1.97PCT。2022年Q2公司毛利率为17.22%，同比下滑-0.58PCT，环比下降2.20PCT；净利率为5.58%，同比提升2.38PCT，环比下降-1.65PCT。

新能源、结构件业务持续高增长，百炼整合进入提速阶段。公司已批量为特斯拉、奔驰供应铝合金车身结构件，在新能源汽车、车身结构件轻量化方面具有先发优势。2022年上半年公司用于新能源汽车的产品贡献收入5.5亿元，扣除法国百炼占主营业务收入的49.37%，同比增长98.32%。车身结构件产品贡献收入3.6亿元，扣除法国百炼占主营业务收入的32.55%，同比增长48.44%。2022年上半年法国百炼实现营收13.0亿元，公司与法国百炼集团整合协同进入提速阶段。

大型一体化车身结构件先行企业，项目定点顺利。公司于2020年下半年开始从材料、模具、设备等多方面进行大型一体化车身结构件产品的研发，公司与压铸机供应商力劲集团建立长期战略合作关系，公司在一体化车身结构件产品领域位于行业前列。报告期内，公司获得某客户某车型全部的车身结构件共十个项目定点，其中包括四个大型一体化铸件；在电池盒产品领域，公司获得某客户在汽车领域的电池盒项目定点；在副车架领域，公司近期获得了某新能源汽车客户两款副车架项目定点；同时近期公司还获得了华为汽车包括电机壳在内的十个产品定点。

风险提示：毛利下滑的风险、政策风险、原材料涨价风险、同行竞争风险。

上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到百炼集团营收随全球布局推进稳步增长，一体化压铸结构件项目铸件落地，我们上调盈利预测，预计2022-2024年归属母公司净利润3.61/6.29/8.90（前次预测为3.61/5.74/8.26亿元），更新一年期（2023年）目标估值96-106元（前次为83-92元），对应2023年PE为40-44倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,603	4,112	5,077	6,470	7,923
(+/-%)	69.2%	58.0%	23.5%	27.4%	22.5%
净利润(百万元)	84	97	361	629	890
(+/-%)	18.0%	15.9%	271.7%	74.1%	41.5%
每股收益(元)	0.32	0.37	1.38	2.40	3.39
EBIT Margin	8.8%	6.6%	9.6%	12.5%	14.2%
净资产收益率 (ROE)	3.2%	3.6%	12.5%	19.6%	24.3%
市盈率 (PE)	263.4	230.2	61.9	35.6	25.1
EV/EBITDA	49.0	38.7	35.4	24.3	19.0
市净率 (PB)	8.55	8.23	7.72	6.96	6.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞
证券分析师：戴仕远

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

daishiyuan@guosen.com.cn

S0980521060004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	96.00 - 106.00元
收盘价	86.19元
总市值/流通市值	22582/22409百万元
52周最高价/最低价	99.00/26.95元
近3个月日均成交额	364.23百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《文灿股份(603348.SH)-中报业绩预告点评：订单恢复叠加新能源汽车业务拉动，上半年业绩大幅增长》——2022-07-17

《文灿股份(603348.SH)-深度报告：大型一体化车身结构件先行企业》——2022-06-26

2021 年上半年实现 24 亿营收，同比增长 20%。文灿股份发布 2022 年半年度报告。2022 年 1-6 月，公司实现营业收入 24 亿元，同比增长 20%；实现归母净利润 1.36 亿元（业绩预告为 1.25-1.45 亿元），同比增长 86%。Q2 实现营业收入 12 亿元，同比增长 22%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 145%。主要受益于客户缺芯缓解，公司销售订单恢复，收入带来增长，且新能源汽车客户和汽车产品收入占比提高，带动公司毛利增长。

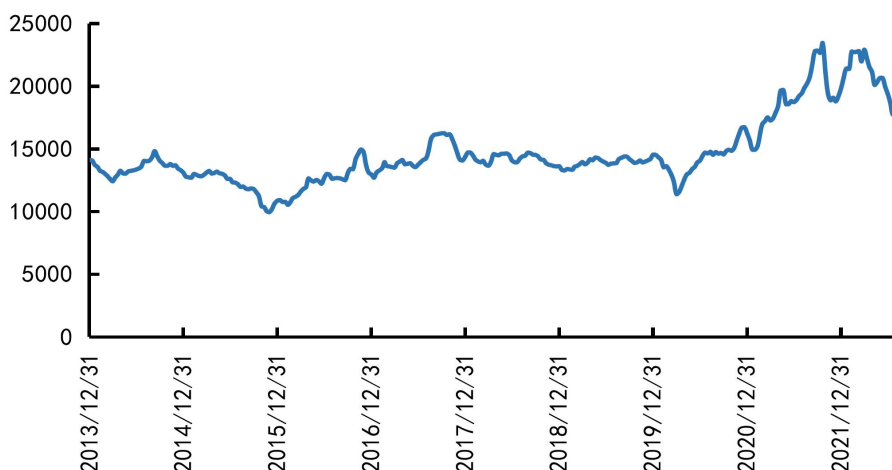
表 1: 文灿股份 2022 年半年度报告摘要

	2022 年 H1	2021 年 H1	同比	2022 年 Q1	2021 年 Q1	同比	2022 年 Q2	2021 年 Q2	同比
营业收入	24	20	20%	12	11	18%	12	10	22%
归母净利润	1.36	0.7	86%	0.8	0.5	58%	0.6	0.2	145%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

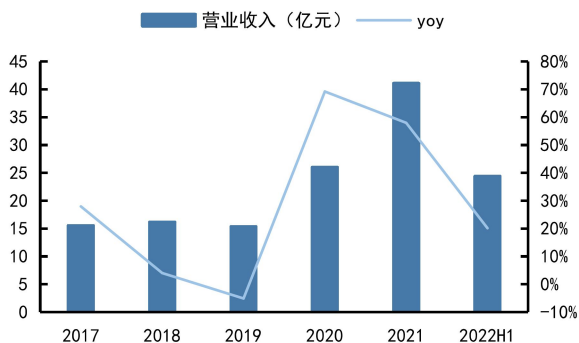
原材料价格持续回落。公司主要原材料铝锭价格从 2021 年四季度 1.9 万元/吨上涨至 2022 年 3 月底 2.29 万元/吨，八月初价格回落至 1.94 万元/吨，较三月下降 20%，较去年八月初 1.98 万元/吨下降 7%。

图 1: 铝锭 A00 价格（元/吨）



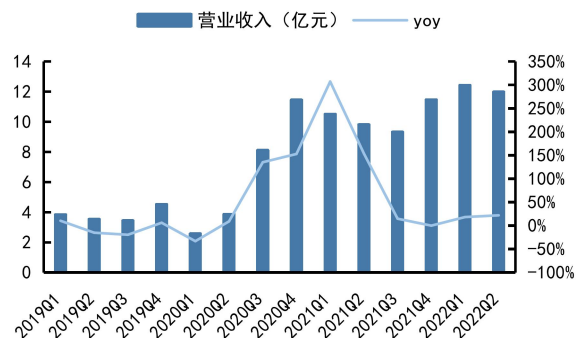
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图2: 公司营业收入 (亿元) 及增速



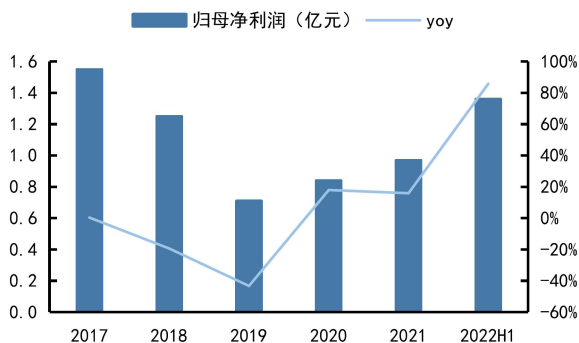
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度营业收入 (亿元) 及增速



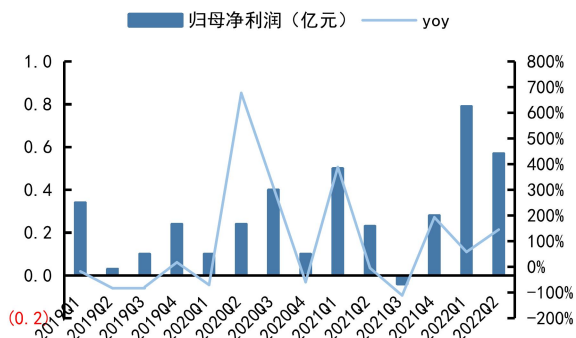
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 公司归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季度归母净利润 (亿元) 及增速

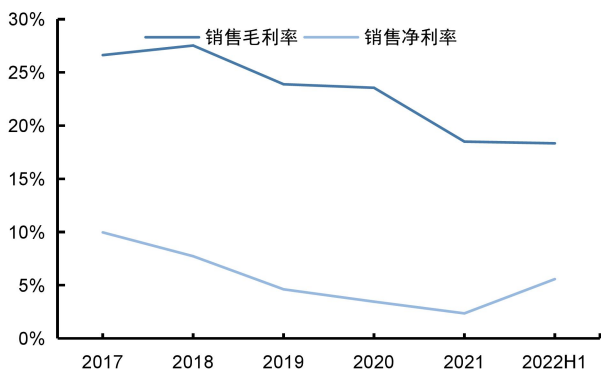


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

二季度毛利率有所下滑，净利率同比提升。受疫情、芯片涨价等影响，公司毛毛利率及净利率逐年走低。2022年上半年公司毛利率为18.34%，同比下滑1.14PCT；净利率为5.58%，同比提升1.97PCT。2022年Q2公司毛利率为17.22%，同比下滑-0.58PCT，环比下降2.20PCT；净利率为5.58%，同比提升2.38PCT，环比下降-1.65PCT。

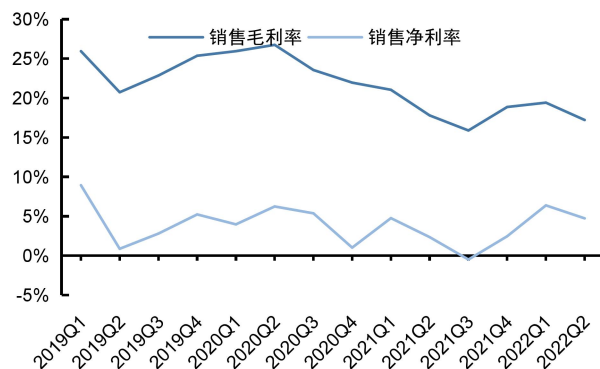
公司控费能力强化，管理费用率持续下滑。2022年上半年公司四费率为10.8%，同比下降2.76pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.94%/5.57%/2.83%/1.43%，同比变动-0.29/-1.96/-0.22/-0.29pct。

图6：公司毛利率及净利率情况



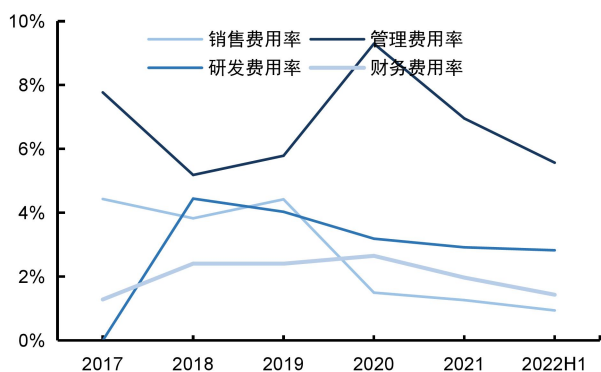
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度毛利率及净利率情况



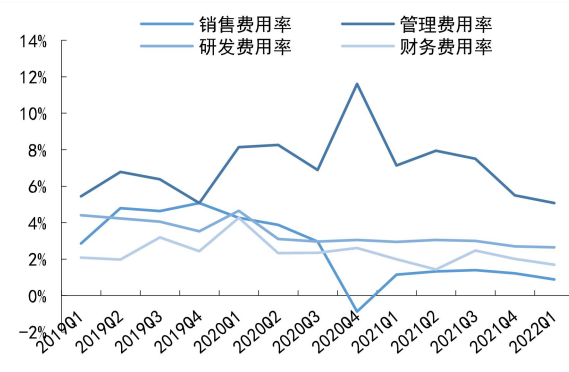
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司四项费用率



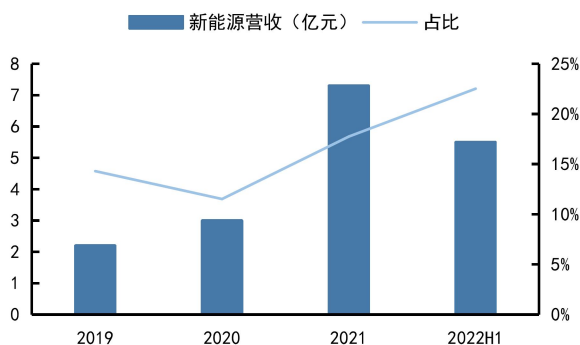
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度四项费用率

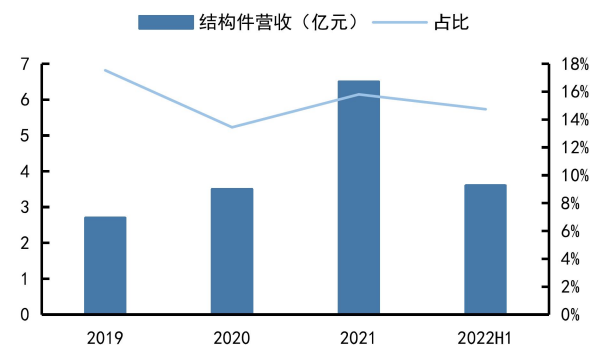


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新能源、结构件业务持续高增长。公司持续研发并提升高真空压铸技术、应用于高真空压铸的模具技术、特殊材料开发或制备技术及相关生产工艺技术，为新能源汽车、车身结构件轻量化积累了丰富的技术和经验，已批量为特斯拉（TESLA）、奔驰供应铝合金车身结构件，在新能源（电动）汽车、车身结构件轻量化方面具有先发优势。2022年上半年公司用于新能源汽车的产品贡献收入 5.5 亿元，扣除法国百炼占主营业务收入的 49.37%，同比增长 98.32%。车身结构件产品贡献收入 3.6 亿元，扣除法国百炼占主营业务收入的 32.55%，同比增长 48.44%。

图10: 公司新能源客户收入及占营收比重 (亿元)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 公司结构件收入及占营收比重 (亿元)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

大型一体化车身结构件先行企业，超大一体压铸后地板产品试制成功。

生产工艺：公司产品齐全，工艺全面。公司产品涉及新能源、发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件，产品结构全面。公司多年以来持续研发并提升高真空压铸技术、应用于高真空压铸的模具技术、特殊材料开发或制备技术及相关生产工艺技术，为车身结构件轻量化积累了丰富的技术和经验。铝合金铸造分为高压铸造、低压铸造和重力铸造三种工艺，公司传统的技术优势为高压铸造，在近年设立江苏文灿后进一步建设发展低压铸造工艺；同时公司于2020年完成了法国百炼集团的收购，法国百炼集团核心产品包括汽车制动系统、进气系统、底盘结构件等产品领域的精密铝合金铸件产品，具有系统级的研发能力，产品工艺为重力铸造和低压铸造，核心工艺为重力铸造。公司通过江苏文灿的建设发展及法国百炼集团的收购完成，实现了技术工艺补齐。

设备：公司与力劲科技集团签订战略合作协议。在战略合作协议框架下，公司采购包括6000T、9000T在内的9台大型、超大型压铸机，用于研发及生产车身结构件、一体化电池盒托盘、电机壳、变速箱壳体等。目前包括6000T、9000T在内的8台压铸机已完成安装调试，在6000T压铸设备上已于2021年11月18日完成首次半片式后地板的试制，试制产品已在某知名头部新势力客户整车厂中完成白车身安装下线；此外9000T压铸机系当下全球吨位最大的压铸机，定点产品已经开始试制阶段工作，用于另一知名头部新势力客户的SUV车型。

公司目前共有1100T-4500T大型压铸机40多台、6000T压铸机2台、9000T压铸机2台。2022年公司根据客户的项目定点和产品量产计划，在6000T及以上设备上，完成9000T压铸机的安装与调试工作，并计划新增采购10台大型压铸机，用于超大型一体化结构件及车身结构件的生产，进一步满足公司的产能需求，具体压铸机吨位包含2台2800T、3台3500T、2台4500T、2台7000T和1台9000T。如完成采购，公司在2022年将拥有6000T-7000T压铸机4台，9000T压铸机3台，将加速公司一体化压铸技术产品的研发进度。

图12: 公司与力劲集团签约仪式



资料来源: 公司公众号、国信证券经济研究所整理

量产项目完整，先发优势明显。公司所开发和量产的车身结构件系列完整和全方位，涉及的产品有车门框架、前后梁及侧梁、前后减震塔、扭力盒、扭力盒支架、A柱、D柱等等，先后为奔驰、特斯拉、蔚来、小鹏、广汽AION等批量供应铝合金车身结构件，在铝合金压铸的车身结构件轻量化方面形成先发优势。公司是率先在大型一体化结构件产品领域获得客户量产项目定点并且完成试模的企业，在项目产品上积累了丰富的经验，目前公司拥有全球生产汽车零部件产品的最大吨位 9000T 压铸机，为公司奠定了领先的技术和生产优势。公司子公司江苏雄邦与蔚来团队共获质量持续改善团队奖



资料来源: 公司公众号、国信证券经济研究所整理

公司超大型一体化铝合金后地板产品试制成功。2022年4月19日，公司公告公司下属子公司天津雄邦压铸有限公司工厂内，完成了超大型一体化铝合金后地板产品的试制，该产品系国内某新势力客户2021年所定点，由9000T压铸机压铸而成，铸件尺寸约为1600×1400mm，产品重量约45-55kg。

公司项目定点顺利：2018年，公司获得多个新项目，涉及到的客户有奔驰、大众、上海蔚来、长城汽车、吉利、威伯科、格特拉克、上海爱思帝、宁波双林等；涉及到的产品有车身结构件、变速箱壳体与阀体、转向器壳体、变速箱机电单元阀体、新能源汽车电机内/外壳体、新能源汽车齿轮箱体、滤清与泵体等。2020年，

公司多个产品获得了量产批准，实现量产交付的产品包括：变速箱壳体、车身结构件等，涉及到的客户包括：奔驰、大众、蔚来汽车、小鹏汽车、广汽新能源、麦格纳等。报告期内，公司获得某客户某车型全部的车身结构件共十个项目定点，其中包括四个大型一体化铸件；在电池盒产品领域，公司获得某客户在汽车领域的电池盒项目定点；在副车架领域，公司近期获得了某新能源汽车客户两款副车架项目定点；同时近期公司还获得了华为汽车包括电机壳在内的十个产品定点。

表2：公司 2020、2021 年高附加值项目定点情况

高附加值产品定点	
2020 年	蔚来汽车的新款车型车身结构件项目 北京奔驰的车身结构件项目， 法雷奥、采埃孚的转向器壳体， 索格菲的发动机进气歧管项目 比亚迪的变速箱壳体 混动机壳体项目
2021 年	两家新势力头部客户大型一体化结构件后地板产品、前总成产品和一体化 CD 柱产品的项目定点，为其提供大型一体化压铸结构件产品 汽车领域和储能领域多个客户的电池盒箱体定点，根据客户需求公司将采用高压或低压铸造的方式一体化压铸成型相关产品 一款后副车架项目，终端客户为比亚迪汽车 蔚来汽车的电机壳产品定点 为小康股份提供增程式发动机壳缸体、动力总成等铸件 为小康股份提供增程式发动机壳缸体、动力总成等铸件

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

上调盈利预测，维持买入评级。考虑到百炼集团营收随全球布局推进稳步增长，一体化压铸结构件项目铸件落地，我们上调盈利预测，预计 2022-2024 年归属母公司净利润 3.61/6.29/8.90（前次预测为 3.61/5.74/8.26 亿元），对应每股收益 22-24 年分别为 1.38/2.40/3.39 元。公司主营中高档汽车的铝合金精密压铸件，客户包括采埃孚天合、威伯科等全球一级零部件供应商及通用、奔驰等整车厂商，是蔚来车身结构件的核心供应商，单车配套价值高；同时电池盒组件、电机壳等新产品已进入奔驰和大众 MEB 平台的供应体系，为公司打开成长空间。公司与力劲科技签署战略合作协议，引领行业布局一体压铸。公司专注于汽车铝合金压铸业务，技术领先，拥有大量成熟的下游客户资源。参考可比公司估值，考虑公司未来的成长性和确定性，更新一年期（2023 年）目标估值 96-106 元（前次为 83-92 元），对应 2023 年 PE 为 40-44 倍，维持“买入评级”

表3：可比公司相对估值（20220815）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603982.SH	泉峰汽车	买入	28.82	58	0.61	0.80	1.38	47	36	21
600933.SH	爱柯迪	增持	17.20	151	0.36	0.60	0.78	48	29	22
002101.SZ	广东鸿图	买入	32.85	174	0.57	0.84	1.00	58	39	33
603305.SH	旭升股份	增持	38.01	238	0.92	0.95	1.29	41	40	29
	平均				0.62	0.80	1.11	48	36	26
603348.SH	文灿股份	买入	85.31	224	0.37	1.38	2.40	230	62	36

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测 备注：可比公司泉峰汽车、爱柯迪、广东鸿图、旭升股份盈利预测来源于 WIND 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	720	589	727	926	1134	营业收入	2603	4112	5077	6470	7923
应收款项	795	1034	1252	1595	1954	营业成本	1989	3351	4065	5020	6042
存货净额	409	514	920	1137	1373	营业税金及附加	20	33	41	52	63
其他流动资产	158	172	212	270	331	销售费用	39	52	51	58	71
流动资产合计	2082	2308	3111	3929	4792	管理费用	242	286	294	357	418
固定资产	2648	2673	2949	3273	3647	研发费用	83	120	138	172	207
无形资产及其他	359	316	305	293	281	财务费用	69	81	88	113	133
投资性房地产	512	635	635	635	635	投资收益	7	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	45	86	0	0	0
资产总计	5601	5932	6999	8130	9356	其他收入	(162)	(282)	(138)	(172)	(207)
短期借款及交易性金融负债	816	739	1099	1362	1442	营业利润	133	113	401	699	989
应付款项	600	882	1058	1176	1421	营业外净收支	(12)	(7)	0	0	0
其他流动负债	345	300	419	517	624	利润总额	121	106	401	699	989
流动负债合计	1761	1921	2575	3056	3487	所得税费用	31	9	40	70	99
长期借款及应付债券	1062	1111	1344	1679	2029	少数股东损益	6	0	0	0	0
其他长期负债	197	181	181	181	181	归属于母公司净利润	84	97	361	629	890
长期负债合计	1259	1293	1525	1861	2211	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3020	3214	4100	4917	5698	净利润	84	97	361	629	890
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	42	41	32	12	15
股东权益	2581	2718	2899	3213	3658	折旧摊销	284	391	258	313	357
负债和股东权益总计	5601	5932	6999	8130	9356	公允价值变动损失	(45)	(86)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	69	81	88	113	133
每股收益	0.32	0.37	1.38	2.40	3.39	营运资本变动	(149)	(217)	(337)	(389)	(290)
每股红利	0.34	0.41	0.69	1.20	1.70	其它	(42)	(41)	(32)	(12)	(15)
每股净资产	9.97	10.37	11.06	12.26	13.95	经营活动现金流	173	184	282	553	957
ROIC	3.39%	4.42%	7%	11%	13%	资本开支	0	(515)	(555)	(638)	(734)
ROE	3.25%	3.57%	12%	20%	24%	其它投资现金流	400	0	0	0	0
毛利率	24%	18%	20%	22%	24%	投资活动现金流	400	(515)	(555)	(638)	(734)
EBIT Margin	9%	7%	10%	13%	14%	权益性融资	10	12	0	0	0
EBITDA Margin	20%	16%	15%	17%	19%	负债净变化	660	85	233	336	350
收入增长	69%	58%	23%	27%	22%	支付股利、利息	(88)	(109)	(181)	(314)	(445)
净利润增长率	18%	16%	272%	74%	42%	其它融资现金流	(1761)	234	359	264	80
资产负债率	54%	54%	59%	60%	61%	融资活动现金流	(606)	199	411	285	(15)
股息率	0.4%	0.5%	0.8%	1.4%	2.0%	现金净变动	(33)	(131)	138	199	208
P/E	263.4	230.2	61.9	35.6	25.1	货币资金的期初余额	753	720	589	727	926
P/B	8.6	8.2	7.7	7.0	6.1	货币资金的期末余额	720	589	727	926	1134
EV/EBITDA	49.0	38.7	35.4	24.3	19.0	企业自由现金流	0	(94)	(194)	16	343
						权益自由现金流	0	225	319	514	653

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032