

我们首次覆盖航空航天锻造龙头之一：派克新材 (605123.SH)，给予“推荐”评级，主要理由如下：

➢ **环锻能力覆盖多行业、全尺寸产品，在航发环锻细分领域处于领先地位。**公司目前主营产品覆盖航空航天、电力石化、船舶和机械等众多工业领域，在航空发动机环锻领域收入规模和技术实力均处于行业领先地位。公司锻造工艺可以满足多种类金属制造，包括高温合金、钛合金、镁合金和高强度钢等，参与起草国家特种用途标准《航天用镁合金环形件毛坯规范》等。公司拥有0.6m~10m多台精密数控辗环机，环件产品可覆盖外径200~10000mm，高度30~1600mm的所有规格尺寸，覆盖国内外全尺寸航空发动机用环锻件和机匣类锻件。

➢ **航空航天锻件占比持续提升，盈利能力居行业前列。**自2013年进入航空航天领域后，公司主攻难变形合金及高性能轻合金精密成形技术。1) 2017~2021年，航空航天锻件营收自0.8亿元增长至7.2亿元，营收占比自16.1%提升至41.3%，成为收入第一大板块；航空航天锻件毛利润自0.4亿元增长至3.3亿元，毛利润占比自28.0%提升至65.8%，我们预计未来十年航空航天锻件板块仍是公司主要的发展动力。2) 同时，公司在电力领域锻件收入增长较快，2022年有望实现盈亏平衡，新能源（电力、石化）也将拉动公司快速发展；3) 毛利率方面，公司航空航天锻件产品近5年毛利率保持在40%以上，2021年达46.2%；净利率方面，公司2021年净利率为17.5%，盈利能力行业居前。

➢ **特种领域和新能源需求旺盛，公司积极扩产拓展能力圈。**锻造主要分为自由锻、模锻及环锻三大类，公司当前目前主要收入来源于环锻产品。1) 公司2022年拟募资16亿元建设航空航天结构件模锻能力，拓展锻造能力圈。项目建设期为3年，预计在2025年年底建成，达产后可实现营收17.6亿元、净利润4.3亿元。2) 我们测算锻件在飞机整机价值占比约为10~13%。“十四五”期间特种锻造市场规模数百亿元。而商用飞机和发动机领域未来二十年年年均市场超千亿元。在新能源领域，风电锻件“十四五”期间年均市场超过500亿元。

➢ **投资建议：**公司是航空航天环锻细分龙头之一，且覆盖多行业、多类别金属、全尺寸产品。公司自2021年进入发展快车道，2022年募资扩产，拓展航空航天结构件模锻能力，有望打开成长新空间。在航空航天和新能源领域的旺盛需求牵引下，“十四五”期间面临较好发展机遇。我们预计公司2022~2024年分别实现营收29.2亿、37.6亿和44.9亿元，归母净利润4.55亿、6.11亿、7.85亿元，当前股价对应2022~2024年PE分别为33/24/19x。我们考虑到公司的细分领域领先地位，给予2023年30倍PE，对应目标价170.00元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➢ **风险提示：**募投进展不及预期；模锻市场开拓不及预期；原材料价格波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,733	2,920	3,756	4,491
增长率 (%)	68.7	68.4	28.6	19.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	304	455	611	785
增长率 (%)	82.6	49.7	34.2	28.5
每股收益 (元)	2.82	4.22	5.66	7.27
PE	49	33	24	19
PB	8.1	6.7	5.8	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年09月20日收盘价）

推荐 首次评级
当前价格： 146.40元
目标价： 170元



分析师 李哲
 执业证书：S0100521110006
 电话：13681805643
 邮箱：lizhe_yj@mszq.com



分析师 尹会伟
 执业证书：S0100521120005
 电话：010-85127667
 邮箱：yinhuiwei@mszq.com
研究助理 孔厚融
 执业证书：S0100122020003
 电话：010-85127664
 邮箱：konghourong@mszq.com
研究助理 赵博轩
 执业证书：S0100122030069
 电话：010-85127668
 邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

目录

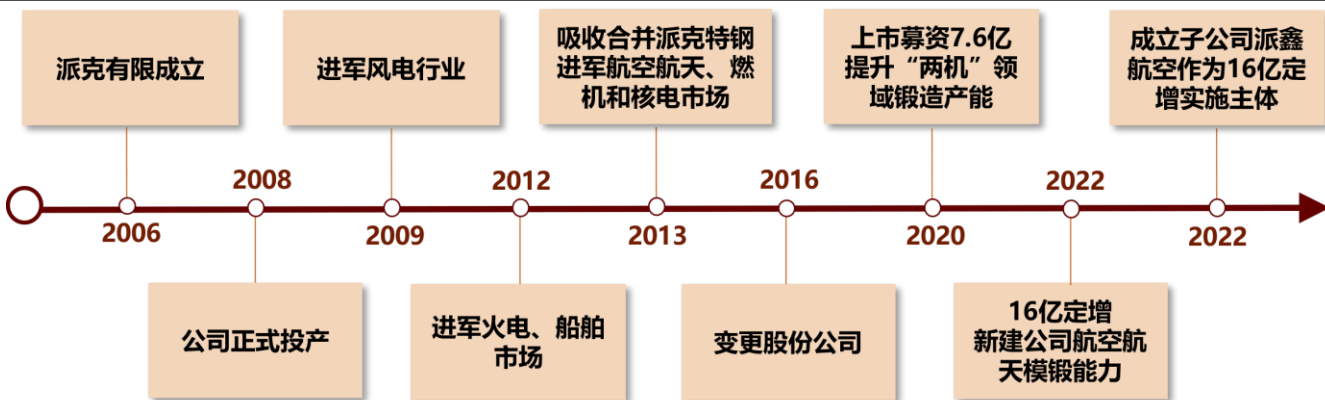
1 航空航天锻造核心供应商，业务布局均衡	3
1.1 深耕锻造领域多年，现为航空航天锻造核心供应商	3
1.2 下游持续高景气，航空航天带动业绩快速释放	5
2 锻件应用场景广泛，航空航发市场潜力较大	7
2.1 锻造——工业基础制造工序	7
2.2 能源革新拉动电力领域锻件需求增长	8
2.3 航空航天需求旺盛，头部企业积极扩产	10
3 环锻领域全尺寸覆盖；盈利能力行业居前	12
3.1 产品结构持续优化，航空航天贡献率持续提升	12
3.2 环锻领域全尺寸覆盖，布局模锻拓展产品品类	13
3.3 同行业比较：规模效应凸显，盈利能力行业居前	14
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测假设与业务拆分	16
4.2 估值分析与投资建议	18
5 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

1 航空航天锻造核心供应商，业务布局均衡

1.1 深耕锻造领域多年，现为航空航天锻造核心供应商

公司深耕锻造 10 余年，从电力锻件领域迈入航空航天高端领域。公司 2006 年成立，2009~2012 年公司锻造产品逐步进入风电、火电和船舶市场，2013 年吸收合并派克特钢，成功迈进航空航天、燃机和核电高端市场；2017 年获得特种领域生产及科研相关资质，同年成立特材事业部；2018 年进入商用航空领域；2020 年公司上市募资 8 亿元，其中 5.8 亿元用于增加“两机”领域锻造产能，预计于 2022 年中建成投产。2022 年 3 月，公司公告拟定增募投 16 亿元，用于新建公司航空航天结构件模锻能力，意在打造航空航天锻造能力全覆盖平台。

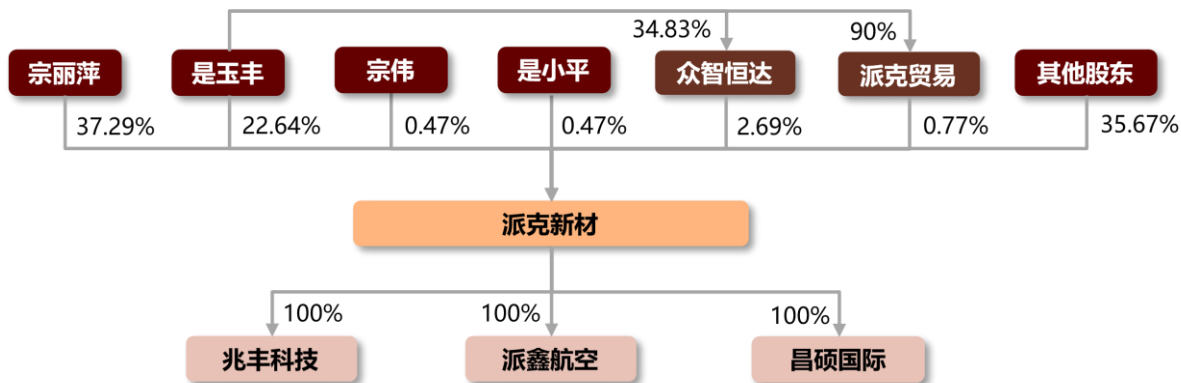
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，民生证券研究院

实控人为董事长是玉丰先生及其妻子宗丽萍女士。公司与机械科学研究院、中南大学、南京理工大学、武汉理工大学等研究院所及高校密切合作，参与起草多项行业标准，锻造能力处于行业领先地位。公司实控人为董事长及总经理是玉丰先生及其妻子宗丽萍女士，截至 2022 年 8 月 17 日，定增计划已通过证监会核准但仍未实施，定增计划实施前二者合计控制公司 63.39% 股份。

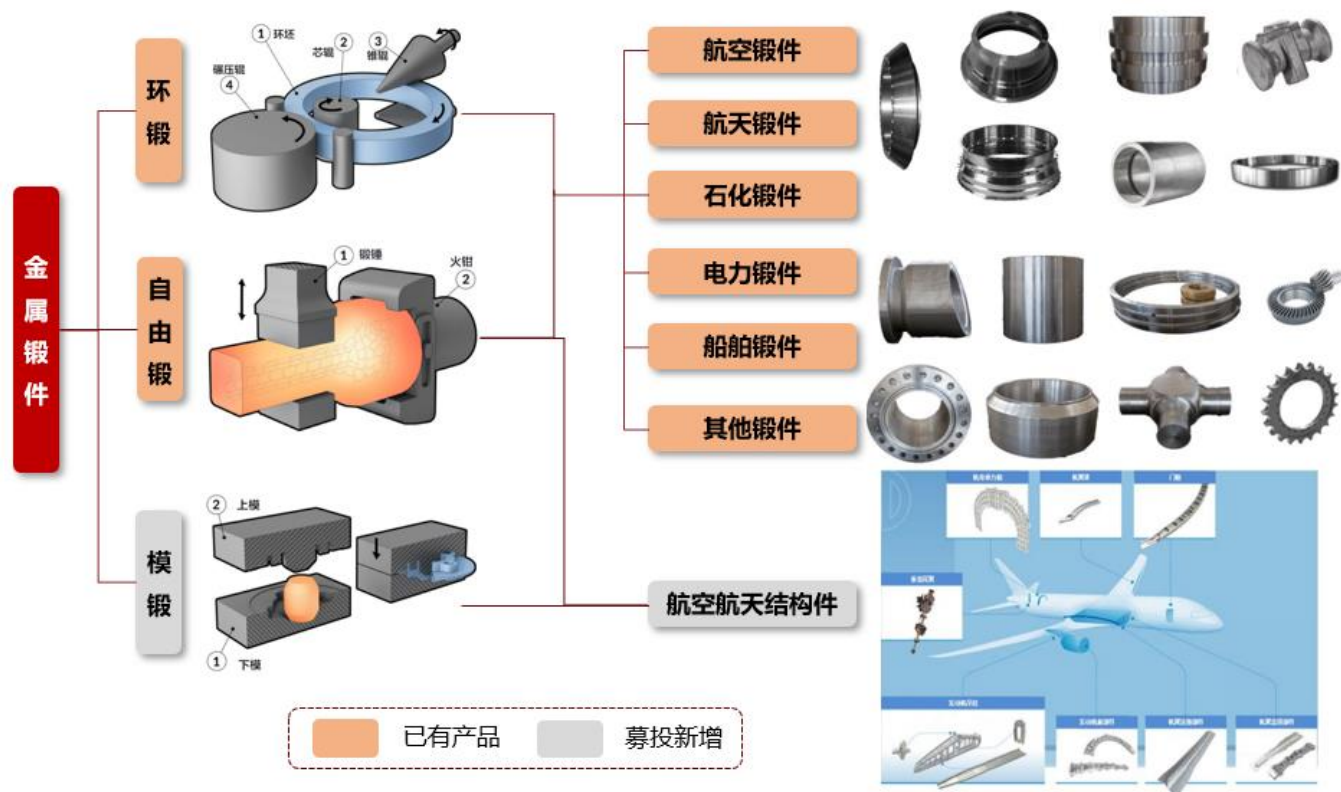
图 2：公司股权结构



资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院 注：截至 2022 年 8 月 17 日定增计划实施前

公司锻造能力覆盖环锻、自由锻和模锻；产品应用于航空航天、石化电力和船舶等众多领域。目前主营产品为金属环锻件制品，产品广泛应用至航空航天、电力石化、船舶、地面装备和机械等众多领域；2022年3月公告定增预案中计划募投16亿元，拟新增公司模锻能力，产品拓展至航空航天结构件领域。

图3：公司制造能力及产品概览

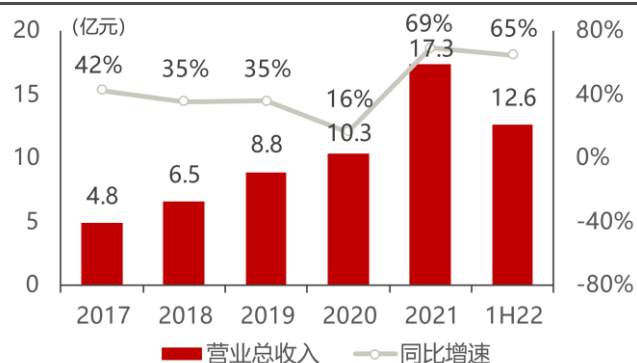


资料来源：公司招股说明书，三角防务招股说明书，民生证券研究院整理

1.2 下游持续高景气，航空航天带动业绩快速释放

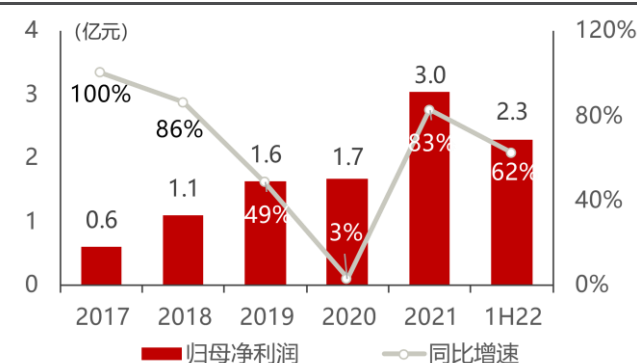
受下游需求牵引，2021年后进入业绩快速释放阶段。1) 营收端：公司营收规模从2017年4.8亿元快速增长到2021年的17.3亿元，复合增速达37.6%，在航空航天等领域的需求牵引下，2021年进入快速增长阶段，营收同比增长69%，2022年上半年营收同比增长65%，延续2021年高增长态势；2) 利润端：公司归母净利润从2017年0.6亿元增长至2021年3.0亿元，复合增速为50.7%，2021年伴随营收端大增和规模效应影响，归母净利润同比增长83%，2022年上半年继续保持快速成长态势，同比增长62%。

图 4：2017~1H22 营收规模及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

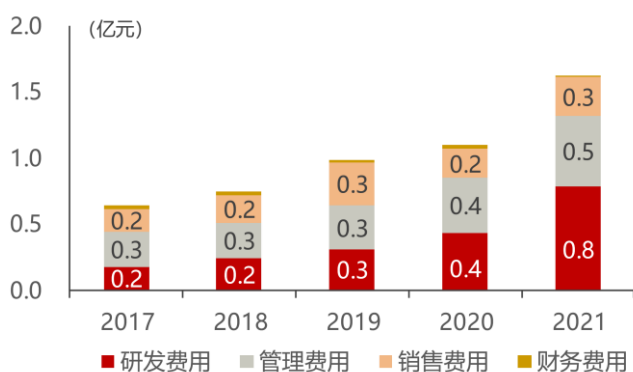
图 5：2017~1H22 归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

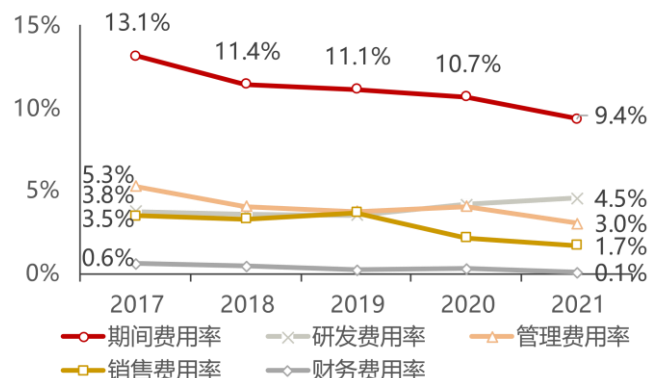
期间费用率呈下降趋势；研发费用稳定增长。公司期间费用率连续4年下降，2021年为9.4%。1) 随着航空航天和新能源领域配套研发任务增加，2017~2021年研发费用自0.2亿元增至0.8亿元，研发费用率自3.8%提升至4.5%，特别是在2021年，研发费用同比增长84%。伴随公司进一步深度配套下游装备进行研发，我们预计公司未来研发费用持续增长但增速或慢于营收增速，研发费用率将缓慢下降。2) 公司管理费用率呈下行趋势，自2017年5.3%降至2021年3.0%。3) 销售费用率下降明显，自2017年3.5%降至2021年1.7%。4) 财务费用保持在较低水平。

图 6：2017~2021 年公司费用构成



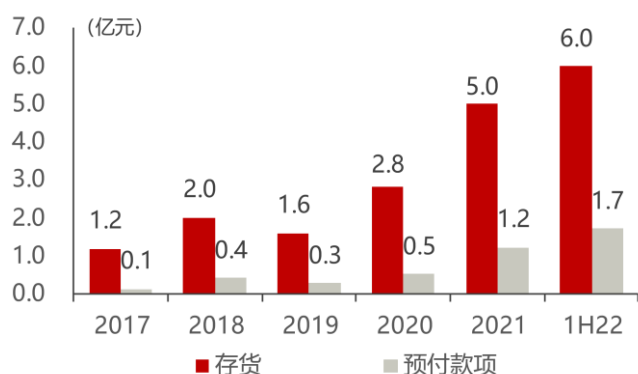
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2017~2021 年期间费用率持续下降

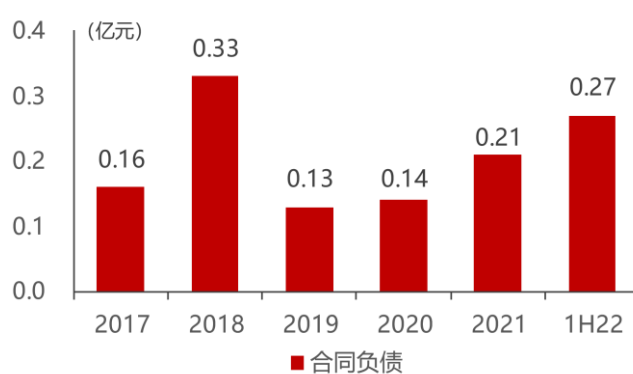


资料来源：wind，民生证券研究院

公司积极备货; 合同负债较为稳定。 1) 公司存货规模伴随营收增长快速提升, 2021 年同比增长 77% 至 5.0 亿元, 1H22 继续增长至 6.0 亿元; 预付款项 2020 年前较为稳定, 2021 年大增 135% 至 1.2 亿元, 1H22 预付款项进一步增长至 1.7 亿元。 2) 近年公司合同负债规模较为稳定, 1H22 达阶段性高点 0.27 亿元。

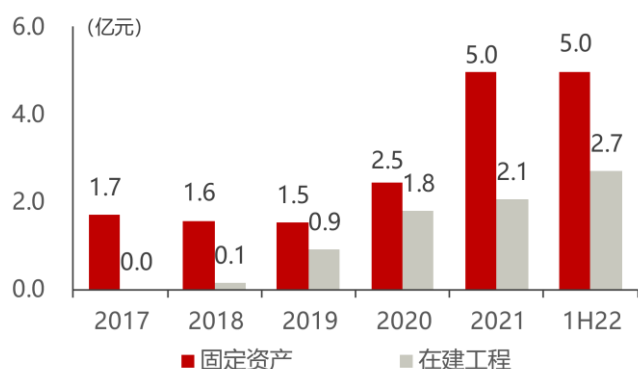
图 8: 2017~1H22 存货&预付款项情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

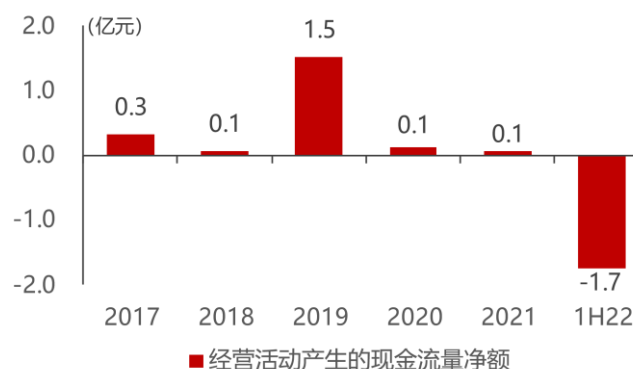
图 9: 2017~1H22 合同负债情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

IPO 募投达产固定资产规模增加; 积极备货影响经营活动现金流量净额。 1) 2019 年 IPO 募投 7.6 亿元, 推动 2020~2021 年固定资产和在建工程持续增加, 固定资产在 2021 年实现接近翻倍增长; 在建工程在 1H22 达到历史新高 2.7 亿元。 2) 2017~2021 年, 公司保持经营活动现金流净流入, 2020~2021 年公司积极备货影响经营活动现金流量净额, 较 2019 年明显下降; 为满足下游饱满需求, 1H22 继续加大备货力度, 经营活动现金流净额为-1.7 亿元, 去年同期 0.6 亿元。

图 10: 2017~1H22 固定资产&在建工程情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 2017~1H22 经营活动现金流量净额情况


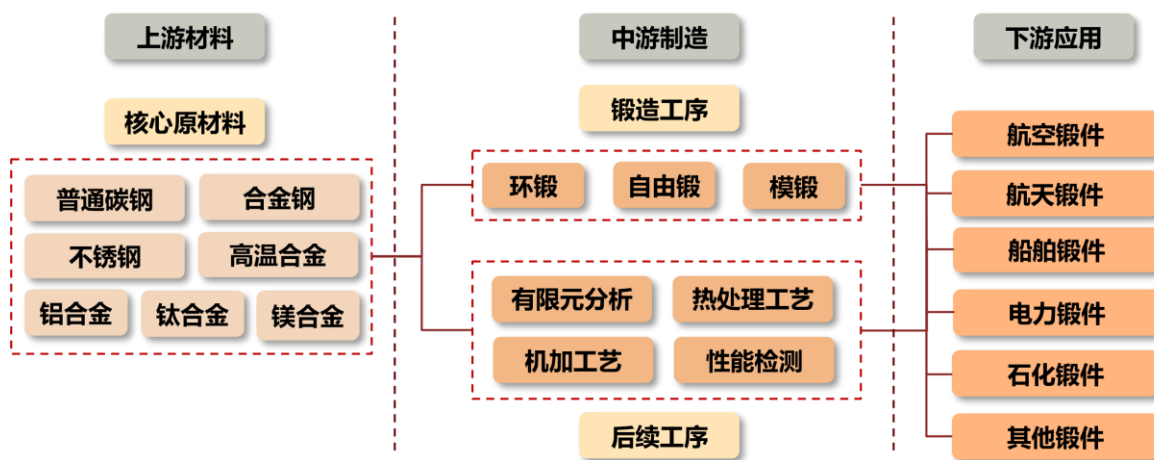
资料来源: wind, 民生证券研究院

2 锻件应用场景广泛，航空航发市场潜力较大

2.1 锻造——工业基础制造工序

锻造是工业领域主要的成型工艺之一。锻造是在加压设备及工（模）具的作用下，使金属原材料产生局部或全部的塑性变形，以获得一定几何尺寸、形状的零件（或毛坯）并改善其组织和性能的加工方法。锻件广泛地应用于国民经济各个领域以及航空航天等高端领域。

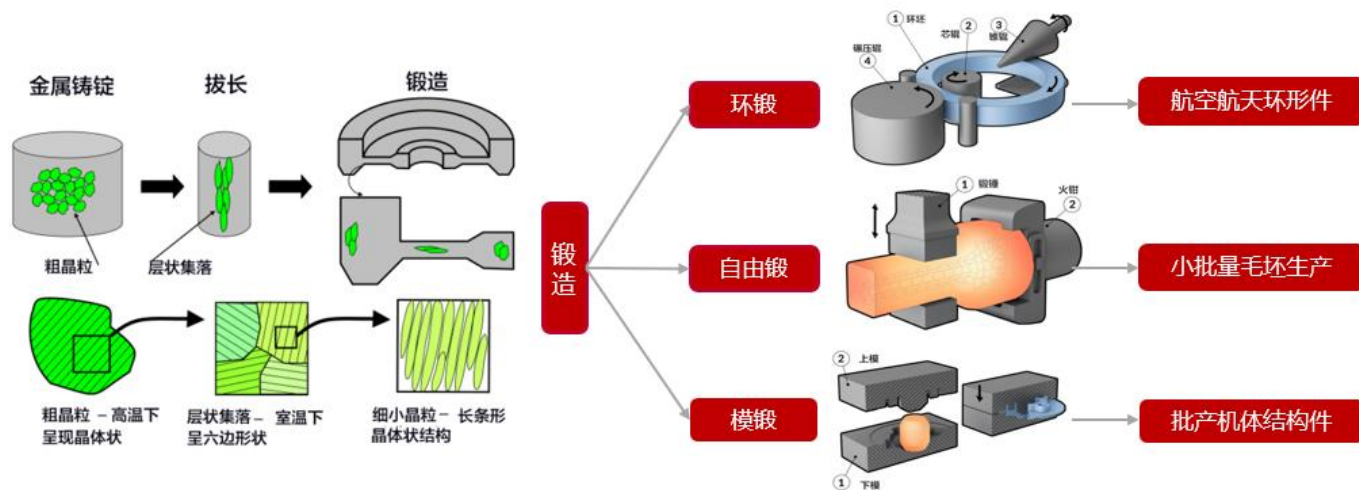
图 12：锻造产业链梳理



资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

锻造主要分为自由锻、模锻及环锻三大类。金属通过锻造后实现塑性变形和再结晶，可使粗大晶粒细化，得到致密的金属组织，从而提高锻件的力学性能。根据锻件的尺寸和形状、采用的工装模具结构和锻造设备的不同，可分为自由锻、模锻和环锻三大类。

图 13：锻造成型机理（左图）； 锻造工艺分类（右图）

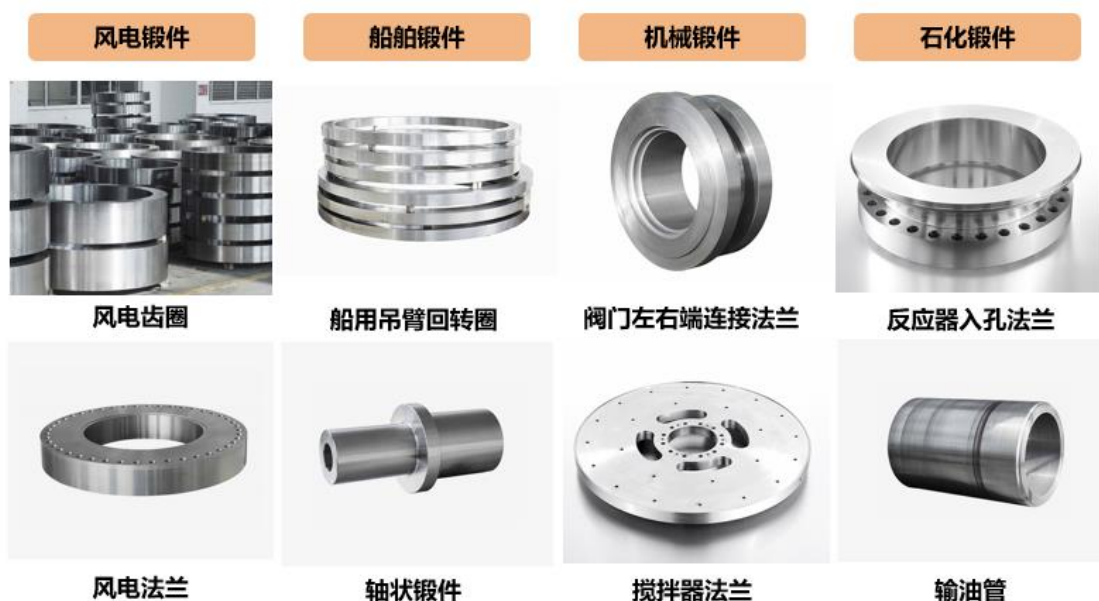


资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

2.2 能源革新拉动电力领域锻件需求增长

锻件作为机械装备中的承力结构件，在电力石化等领域应用广泛。锻件的下游应用包括电力（火电、水电、核电、风电和太阳能发电等）设备、石化设备、工程机械设备和船舶制造等，主要应用于结构件、支承件和连接件等承力和连接结构。

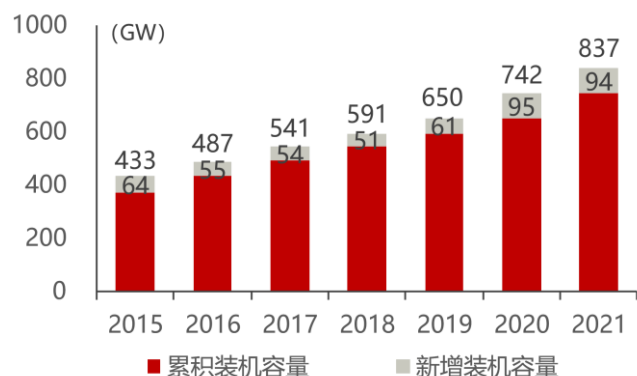
图 14：电力、石化、机械和船舶领域环锻件应用情况



资料来源：派克新材官网，民生证券研究院

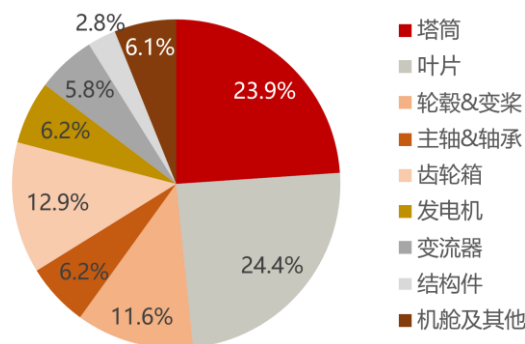
能源革新拉动风电锻件年均市场规模超 500 亿元。近年来新能源建设进入加速列装阶段，风电、太阳能、石化设备等领域装机量均出现较快增长。在风电领域，2020~2021 年新增装机容量均接近 95GW。包含锻件的零部件包括塔筒、轴承、齿轮箱，其总价值占比达 43%。根据立鼎产业研究预测，“十四五”风电锻件的零部件年均市场约为 567.6 亿元。

图 15：2015-2021 年我国风电装机量



资料来源：GWEC，华经产业研究院，民生证券研究院

图 16：2018 年风电组件价值量拆分



资料来源：力鼎产业研究院，《我国海上风电产业链发展综述》姜晓昌，民生证券研究院

海上风电塔筒、法兰大型化推动派克新材进入主流海风法兰市场。我国风电单体机组的规模经历了 1.5-1.9MW 时代 (~08-2013 年), 2-2.9MW 时代 (2014-2020 年), 4.0MW 时代 (2021 年)。从海上和陆上单体装机来看, 2017-2021 年, 海上单体规模从 3.7MW 提升至 5.6MW, 陆上从 2.1MW 提升至 3.1MW。2022 年以来陆上招标机组单机规模处在 4-5MW 之间, 海上 7MW 以上, 我国风电单机规模开始进入快速提升阶段, 单机规模提升驱使塔筒和法兰向大型化发展。派克新材最大可覆盖 10M 环锻产品, 甚至超越风电环锻龙头恒润股份的 7.5M 法兰环锻覆盖能力。根据海力风电招股说明书披露, **2020 年派克新材首次进入海力风电的法兰前五大供应商, 参与 4.0MW 海上风电设备**, 我们预计在风电装备大型化趋势下, 公司在风电领域有较好的发展前景。

图 17: 2018-2021H1 海力风电法兰供应商采购情况

年份	供应商	主要型号 (MW)	采购金额 (万元)	采购单价 (万元/吨)	占法兰采购金额比例
2021H1	金瑞高压	4.0、5.0	4041	1.58	35.9%
	恒润环锻	4.0、5.0	3294	1.98	29.2%
	伊莱特	4.0、5.0	3269	1.59	29.0%
	派克新材	4.0	481	1.87	4.3%
	丹东丰能	5.0	176	1.83	1.6%
	合计	-	11261	1.70	100.0%
2020	恒润环锻	4.0、5.0、5.5	11130	2.08	433.1%
	伊莱特	4.0、5.0、5.5	8606	1.97	33.4%
	金瑞光远	2.2、2.65	4421	1.63	17.1%
	派克新材	4.0	655	2.13	2.5%
	山西双环	4.0、4.5	423	1.33	1.6%
	合计	-	25236	1.93	97.8%
2019	恒润环锻	4.0、5.0、5.5	3455	1.80	33.4%
	伊莱特	4.5、5.0、6.45	2535	1.58	24.5%
	金瑞高压	2.0、2.5	2425	1.06	23.5%
	山西双环	3.0、4.5	956	1.32	9.2%
	江苏金海	2.0	955	1.34	9.2%
	合计	-	10326	1.42	99.9%
2018	伊莱特	2.5、3.3、6.45	1875	1.40	30.7%
	金瑞高压	2.0	1689	0.98	27.6%
	恒润环锻	2.0、2.5、4.2	1168	1.21	19.1%
	江苏金海	2.0	795	1.27	13.0%
	山西天宝	2.0	345	0.81	5.6%
	合计	-	5873	1.16	96.0%

资料来源: 海力风电招股书, 民生证券研究院

2.3 航空航天需求旺盛，头部企业积极扩产

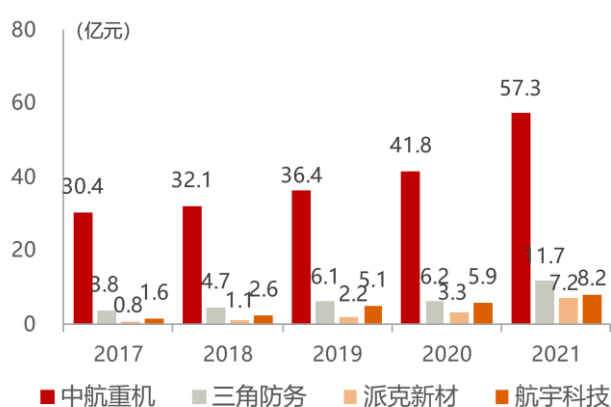
航空航天锻造行业集中度较高。1) 中航重机、派克新材和航宇科技在航发环锻领域市占率较高；而在飞机结构锻造领域中航重机、德阳万航、三角防务市占率较高。2) 从 2021 年数据来看，中航重机航空锻造约 57.3 亿元，规模最大。四家公司合计收入规模近百亿元。

图 18：航空航发领域锻造格局



资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

图 19：2017~2021 年锻造公司航空航天锻件营收情况



资料来源：wind，民生证券研究院

头部企业积极扩产，2019~2022 年合计投资超百亿元。在航空航天高景气周期牵引下，2019~2022 年四家头部公司合计募集投资近 105 亿元，投资主要集中在现有锻造能力的产能扩张和拓展锻造产品品类两个方向，我们预计未来航空航天锻造领域头部效应继续增强。

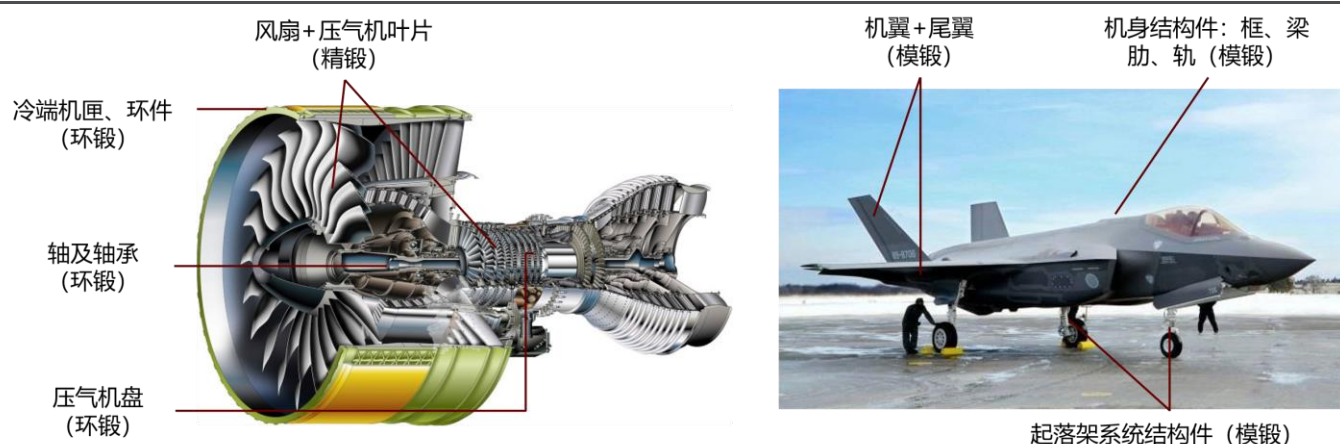
图 20：国内主要上市锻造公司募投项目梳理

公司	募投时间&方式	投资金额 (亿元)	募投项目	预计投产时间
中航重机	2019年 (定增)	13.3	1) 西安新区先进锻造产业基地; 2) 民用航空环形锻件生产线; 3) 关键液压基础件配套生产线; 4) 航空高效热交换器及集成建设	2023年初起陆续投产
	2021年 (定增)	19.1	1) 航空精密模锻产业转型升级; 2) 特种材料等温锻造生产线建设	2023.1
派克新材	2019年 (IPO)	9.2	增加“两机”锻造产能	2022年中
	2022年 (定增)	17.0	增加航空航天结构件模锻能力	2025.9
航宇科技	2021年 (IPO)	7.0	增加“两机”锻造产能	2022.8
三角防务	2019年 (IPO)	4.7	增加发动机环锻、机加工及检测配套能力	2021年已投产
	2021年 (可转债)	12.8	增加精加工能力和蒙皮镜像铣生产线	2024.4
	2022年 (定增)	21.6	打造“锻件—机加工—部件装配”制造全产业链服务	2026.1
合计		102.9	-	-

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

锻造件在飞机和发动机结构中应用较多。1) 从数量上看, 根据中航重机年报所述, 飞机 85%左右的结构件是锻件。2) 从重量上看, 根据《锻压先进制造技术及在航空工业领域的应用》, 锻件约占飞机机体结构重量的 20~35%和航空发动机结构重量的 30~45%。3) 从价值量来看, 根据《中航重机: 华丽转身整机制造商钢筋铁骨锻造者》, 锻件占机体结构价值的 6~9%, 占发动机价值的 15~20% (环锻件 6~8%), 按照发动机占比整机价值量 20~25%计算, 锻件在整机价值占比约为 10~13%。航发冷端零部件中, 环锻件应用较广, 包括机匣、轴类和盘类等; 飞机机体中, 起落架结构件、机身结构件、机翼和尾翼等承力结构以模锻件为主。

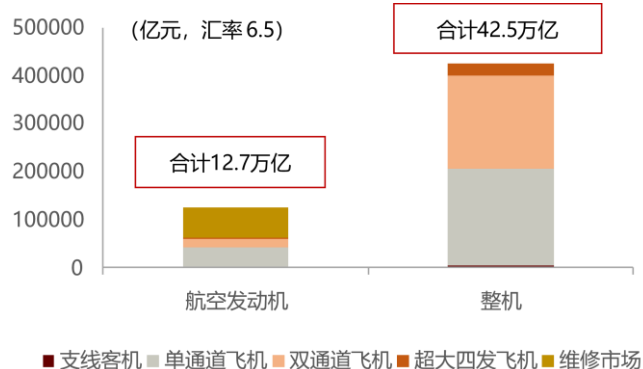
图 21: 航空发动机和飞机机体锻造产品梳理



资料来源: 《锻压先进制造技术及在航空工业领域的应用》, 三角防务招股说明书, 民生证券研究院

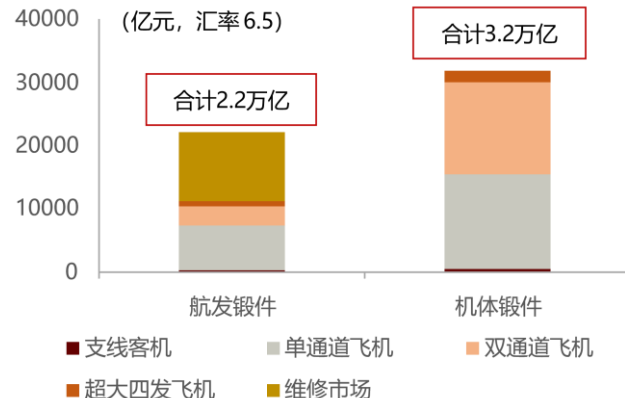
我们认为, 得益于下游需求持续旺盛, 航空锻造领域将进入放量阶段, 在两大市场驱动下, 未来二十年航空锻造市场将超万亿元: 1) 特种航空锻造需求增加, 钛合金和高温合金等高价值材料在飞机机体和发动机中占比提升。根据《World Air Forces》对未来飞机数量的预测, 我们测算“十四五”期间特种锻造市场规模合计数百亿元。2) 商用飞机及发动机未来发展潜力较大。根据波音预测, 未来二十年全球机队将新交付飞机 41170 架, 窄体客机占比达 75%; 我们测算未来二十年全球新交付商用航空发动机锻件和飞机锻件市场规模分别为 2.2 万亿元和 3.2 万亿元, 年均市场合计约为 2700 亿元。

图 22: 2022-2041 年全球商用航空航发市场规模



资料来源: 波音《CRO 2022 Report》, 民生证券研究院

图 23: 2022-2041 年全球商用航空航发锻件市场规模



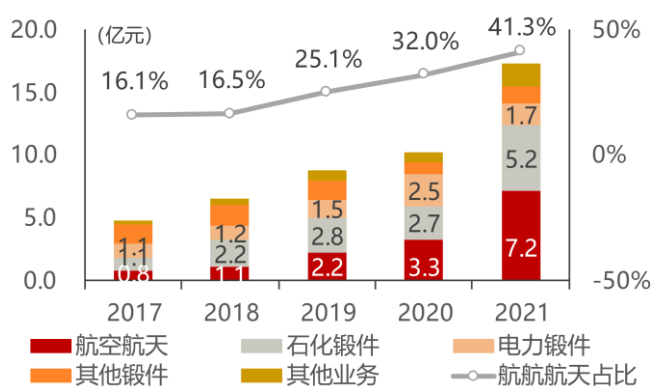
资料来源: 波音《CRO 2022 Report》, 民生证券研究院

3 环锻领域全尺寸覆盖；盈利能力行业居前

3.1 产品结构持续优化，航空航天贡献率持续提升

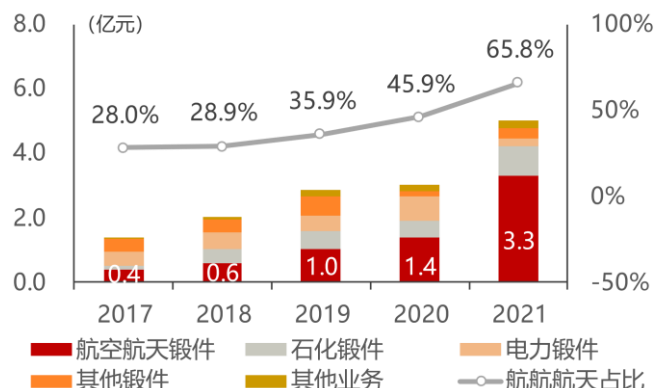
2021 年特种锻件营收占比达 41%，毛利润占比近 66%。 1) **营收端：** 2017~2021 年，公司航空航天锻件产品营收快速提升，自 0.8 亿元增长至 7.2 亿元，营收占比自 16.1% 提升至 41.3%，成为第一大收入板块。石化锻件和电力锻件合计营收占比自 2018 年 50.8% 降至 2021 年 40.0%。2) **毛利润：** 2017~2021 年，航空航天锻件产品毛利润自 0.4 亿元增长至 3.3 亿元，毛利润占比自 28.0% 提升至 65.8%；石化和电力锻件毛利润占比自 48.5% 降至 22.5%。

图 24：2017~2021 年营收分行业拆分



资料来源：Wind，民生证券研究院

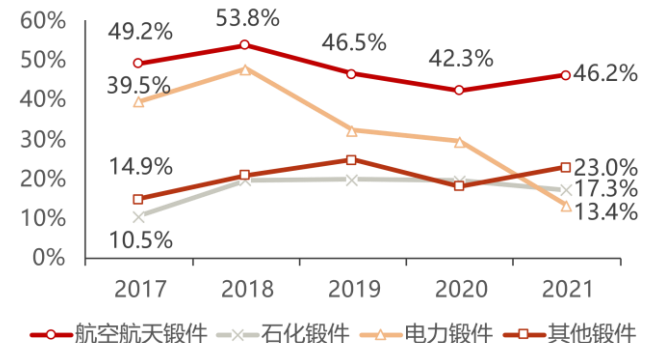
图 25：2017~2021 年毛利润分行业拆分



资料来源：Wind，民生证券研究院

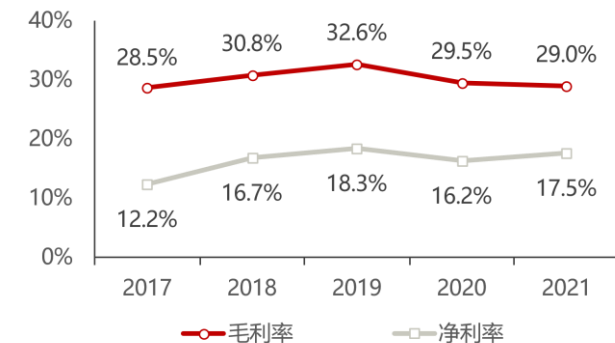
特种锻件毛利率超 45%；产品结构优化提升净利率至 17~18%。 1) **毛利率：** 公司整体毛利率先增后降，2017~2019 年通过规模效应及产品结构优化，毛利率自 2017 年 28.5% 提升至 2019 年 32.6%，之后受电力和石化板块毛利率下降影响，毛利率降至 2021 年 29.0%。**分行业看**，特种锻件毛利率保持较高水平，2021 年达 46.2%；电力板块由于竞争加剧及 2021 年收入萎缩，毛利率自 2017 年 39.5% 大幅降至 2021 年仅 13.4%；石化板块毛利率在 2018~2020 年保持在 20% 附近，2021 年降至 17.3%。2) **净利率：** 在产品结构优化和规模效应推动下，净利率水平自 2017 年 12.2% 提升至 2021 年 17.5%。

图 26：2017~2021 年分行业毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 27：2017~2021 年利润率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 环锻领域全尺寸覆盖，布局模锻拓展产品品类

装备先进，实现航发环形件和机匣类锻件全尺寸覆盖。公司拥有 7000T、3150T 和 2000T 快锻机，0.6m~10m 多台精密数控辗环机，处于国内领先水平，环件产品可覆盖外径 200~10000mm，高度 30~1600mm 的所有规格尺寸，覆盖国内外全尺寸航发用环形件和机匣类锻件。

图 28：公司 D53K-6300 型辗压机



资料来源：派克新材官网，民生证券研究院

图 29：公司引入德国西马克环锻设备



资料来源：西马克官网，民生证券研究院

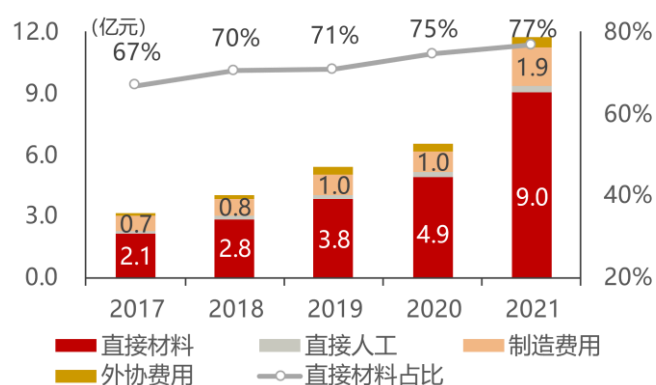
公司参与起草多项环锻行业标准；2022 年拟定增募投 16 亿元拓展模锻能力。。

1) 公司锻造能力覆盖碳钢、不锈钢、合金钢、高温合金、钛合金、铝合金和镁合金等金属材料；参与起草国家特种用途标准《航天用镁合金环形件毛坯规范》和航天科技集团某下属单位标准《舱段用铝合金锥/筒形轧制锻件技术条件》。同时公司与江苏省产业技术研究院于 2019 年签署《共建 JITRI 无锡派克联合创新中心合作协议》，共同开展为期三年的航空航天锻造产业关键技术、共性技术和前沿技术的研发。2) 2022 年，派克新材拟募资 16 亿元拓展模锻能力，预计投资设备超 10 亿元，项目建成后可以满足我国飞机结构锻件的研制和生产需求，也可以为航天、核电、轨道交通等行业提供高端锻件产品，达产后预计年新增营收 17.6 亿元、净利润 4.3 亿元。

3.3 同行业比较：规模效应凸显，盈利能力行业居前

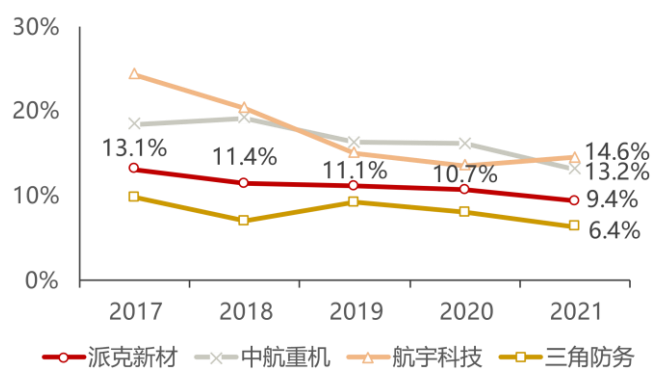
规模效应逐步体现，材料成本占比提升至 77%。伴随经营规模快速增长，公司规模效应逐步体现，人工和设备效率逐年提升。营业成本中，直接材料占比自 2017 年 67% 提升至 2021 年 77%。同时，随着收入增长公司期间费用率不断下降，期间费用率自 2017 年 13.1% 降至 2021 年 9.4%，相较中航重机 13.2% 低 3.8ppt，相较航宇科技 14.6% 低 5.2ppt。

图 30：2017~2021 年派克新材成本拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

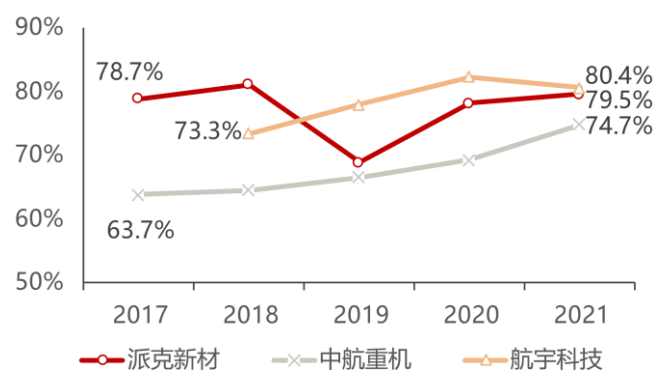
图 32：2017~2021 年锻造公司期间费用率比较



资料来源：wind，民生证券研究院

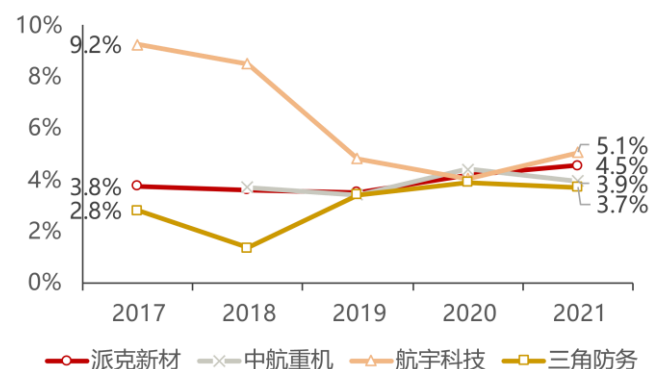
公司盈利能力在行业中位居前列。1) 整体毛利率：2021 年派克新材整体毛利率为 29.0%，介于中航重机锻造业务 (28.9%) 和航宇科技 (32.6%) 之间；主要原因是三家公司业务结构占比和产品类型有所不同。2) 航空航天锻造毛利率：2021 年派克新材航空航天锻造毛利率是 46.2%，高于航宇科技的 32.4% (受海外业务毛利率 22% 较低带来的影响)，接近三角防务 (46.7%)，处于行业较高水平。3) 整体净利率：派克新材净利率 2021 年为 17.5%，高于中航重机 (11.0%) 和航宇科技 (14.5%)，低于三角防务 (35.2%)。

图 31：2017~2021 年特种锻造材料成本占比



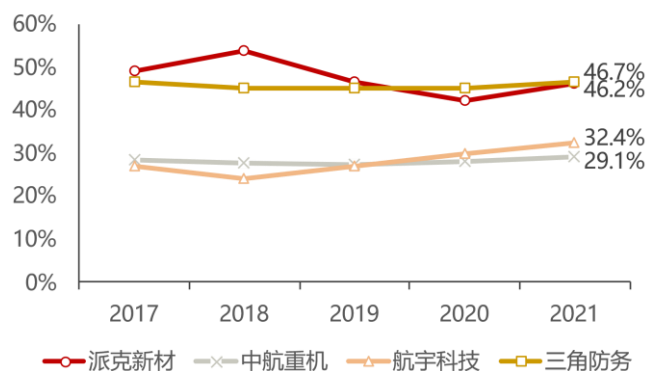
资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：2017~2021 年锻造公司研发费用率比较



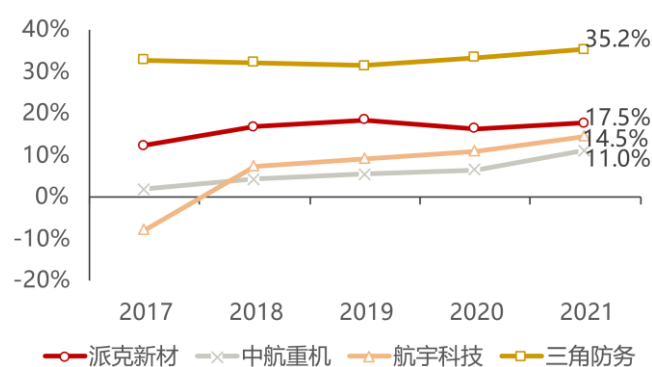
资料来源：wind，民生证券研究院

图 34: 2017~2021 年航空航天锻造产品毛利率对比



资料来源: wind, 民生证券研究院

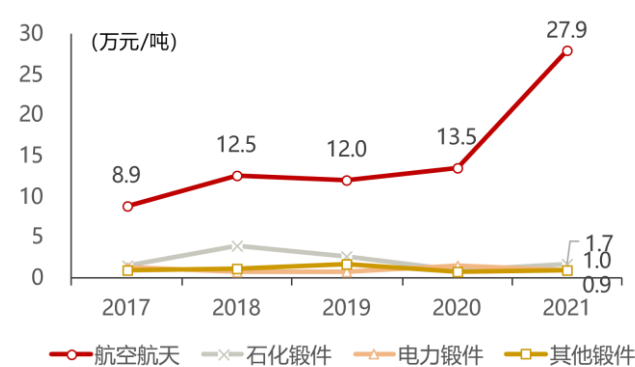
图 35: 2017~2021 年航空锻造公司净利率对比



资料来源: wind, 民生证券研究院

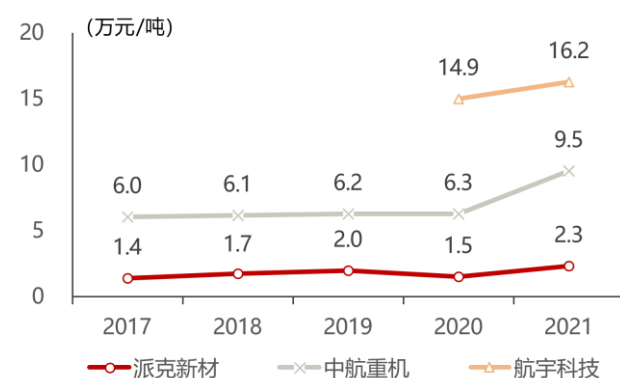
公司航空航天锻件单吨价格近 28 万元, 2021 年单价明显提升。1) 公司整体锻件均价自 2017 年 1.4 万元/吨提升至 2021 年 2.3 万元/吨, 主要系高价值航空航天锻件占比提升 (2021 年营收占比 46.1%); 航空航天锻件均价自 2017 年 8.9 万元/吨提升至 2021 年 27.9 万元/吨, 远高于石化电力锻件均价 1~2 万元/吨。2) 2020~2021 年, 航空航天锻件单吨价格出现大幅提升。派克新材航空航天锻件自 13.5 万元/吨增长至 27.9 万元/吨, 航宇科技锻件产品单价自 14.9 万元/吨提升为 16.2 万元/吨, 中航重机锻件产品单价自为 6.3 万元/吨提升至 9.5 万元/吨。

图 36: 2017~2021 年派克新材分行业产品单吨价格



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

图 37: 2017~2021 年环锻公司产品单吨价格对比



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 航空航天锻件:在航空航天下游需求旺盛的背景下,预计 2022 年延续 2021 年高速增长态势,2023-2034 年进入稳增阶段。预计 2022~2024 年实现营收 12.9 亿、16.1 亿和 19.3 亿元,同比增长 80%/25%/20%;航空航天领域规模效应已较为显著,我们预计毛利率保持在现有水平 45%附近。

2) 电力锻件:电力锻件在 2021 年出现明显下滑,根据 2022 年中报显示,电力锻件同比增长 36%,伴随公司风电锻件产能不断释放,预计 2022 年在风电和核电等清洁能源推动下,电力锻件收入较去年较低基准实现高速增长,预计 2022~2024 年实现营收 5.2 亿、8.2 亿和 10.7 亿元,同比增长 200%/60%/30%,由于风电产能处于爬坡期,产能利用率较低,短期内毛利率偏低,预计 2022 年盈亏平衡,未来伴随规模增加毛利率逐年改善,未来三年毛利率分别为 0%/5%/10%。

3) 石化锻件:多晶硅产品持续高景气,2022 上半年多晶硅产品承接量同比增长超 50%,预计 2022~2024 年实现营收 6.3 亿、7.2 亿和 7.9 亿元,同比增长 20%/15%/10%,未来三年毛利率在规模效应推动下相较 2021 年 17.3%平稳提升至 18~19%附近。

4) 其他锻件:主要包括地面装备、舰船和机械领域锻件,受各行业下游需求的拉动,预计 2022 年快速增长,未来保持稳定增长,预计 2022~2024 年实现营收 2.1 亿、2.5 亿和 2.7 亿元,同比增长 50%/15%/10%;1H22 毛利率下降至 16.4%,预计 2022 全年毛利率降至 18%,在规模效应和工艺提升下未来毛利率逐渐改善,预计未来三年分别为 18%/19%/20%。

5) 其他业务:主要是金属废料的销售,规模稳定在营收的 9~10%附近,预计 2022~2024 年实现营收 2.8 亿、3.5 亿和 4.2 亿元,同比增长 52%/29%/20%,1H22 毛利率延续 2021 年较低水平,相较 2019-2020 年高毛利率时期有较大提升空间,预计通过优化废料管理稳定提升毛利率,未来三年分别为 15%/16%/17%。

表 1: 分产品收入及毛利率预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
航空航天锻件	108.2	222.6	328.8	716.0	1,288.8	1611.0	1933.2
(+/-%)	37.6%	105.7%	47.7%	117.8%	80.0%	25.0%	20.0%
毛利率	53.8%	46.5%	42.3%	46.2%	45.0%	45.0%	45.0%
电力锻件	115.0	147.3	254.1	171.8	515.3	824.5	1071.8
(+/-%)	6.8%	28.1%	72.6%	-32.4%	200.0%	60.0%	30.0%
毛利率	47.8%	32.3%	29.5%	13.4%	0.0%	5.0%	10.0%
石化锻件	217.2	277.4	265.1	522.3	626.8	720.8	792.9
(+/-%)	97.3%	27.7%	-4.4%	97.0%	20.0%	15.0%	10.0%
毛利率	19.7%	19.9%	19.6%	17.3%	17.8%	18.3%	18.8%
其他锻件	160.2	156.2	90.5	142.3	213.5	245.5	270.1

	(+/-%)	3.5%	-2.5%	-42.1%	57.3%	50.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	24.8%	38.0%	18.2%	23.0%	18.0%	19.0%	20.0%
其他业务		52.57	80.97	89.21	180.94	275.2	354.0	423.3
	(+/-%)	61.6%	54.0%	10.2%	102.8%	52.1%	28.6%	19.6%
	毛利率	10.8%	27.4%	23.3%	14.4%	15.0%	16.0%	17.0%
合计		653.1	884.4	1,027.8	1,733.3	2,919.5	3,755.8	4,491.2
	(+/-%)	35.0%	35.4%	16.2%	68.7%	68.4%	28.6%	19.6%
	毛利率	30.8%	32.6%	29.5%	29.0%	26.4%	26.7%	27.9%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

1) 研发费用: 2020-2021 年研发费用及费用率出现明显上升, 主要系下游配套增加, 伴随公司进一步深度配套下游装备的研发, 我们预计公司未来研发费用持续增长, 但由于营收进入快增阶段, 研发费用增速慢于营收增速, 研发费用率将缓慢下降。预计 2022-2024 年研发费用分别为 1.27 亿、1.56 亿和 1.78 亿元, 研发费用率分别为 4.4%/4.2%/4.0%。

2) 管理费用: 2018-2021 年管理费用率呈下行趋势, 自 2018 年 4.1%降至 2021 年 3.0%, 管理费用逐年增长。未来伴随营收端快速增长, 预计 2022-2024 年管理费用分别为 0.76 亿、0.94 亿和 1.08 亿元; 管理费用率分别为 2.6%/2.5%/2.4%。

3) 销售费用。 2018-2021 年销售费用保持平稳, 销售费用率呈下降趋势。预计未来销售费用呈缓慢上升趋势, 2022-2024 年销售费用分别为 0.47 亿、0.56 亿和 0.63 亿元, 销售费用率分别为 1.6%/1.5%/1.4%。

4) 财务费用: 财务费用始终保持在较低水平, 由于 2022 年公司定增 16 亿募投项目, 三年内不需要大规模借贷, 预计 2022-2024 年财务费用分别为 290 万、380 万和 450 万元; 财务费用率保持在 0.1%的水平。

5) 期间费用: 2018-2021 年由于公司营收处于快速增长阶段, 期间费用率呈下降趋势, 主要是管理费用率和销售费用率下降导致。根据上述各类费用分析, 研发费用和管理费用平稳增长将带动期间费用稳增, 未来规模效应将进一步降低期间费用率。预计 2022-2024 年期间费用分别为 2.5 亿、3.1 亿和 3.5 亿元, 期间费用率分别为 8.7%/8.3%/7.9%。

表 2: 分产品费用预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
研发费用	23.6	31.1	42.9	78.8	127.3	156.3	177.9
研发费用率	3.6%	3.5%	4.2%	4.5%	4.4%	4.2%	4.0%
管理费用	26.6	33.1	41.7	52.8	75.9	93.9	107.8
管理费用率	4.1%	3.7%	4.1%	3.0%	2.6%	2.5%	2.4%
销售费用	21.4	32.5	22.0	29.4	46.7	56.3	62.9
销售费用率	3.3%	3.7%	2.1%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%
财务费用	3.1	1.8	3.0	1.2	2.9	3.8	4.5
财务费用率	0.5%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

期间费用	74.6	98.5	109.7	162.2	252.8	310.3	353.1
期间费用率	11.4%	11.1%	10.7%	9.4%	8.7%	8.3%	7.9%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

公司锻造覆盖多行业、多类别金属、全尺寸产品,是我国特种锻造龙头企业之一。公司自 2021 年进入发展快车道, IPO “两机” 领域扩产计划预计于 2022 年中投产, 巩固在环锻领域优势; 同时公司 2022 年募资 16 亿元, 积极拓展航空航天结构件模锻能力, 打开成长新空间。在航空航天和新能源旺盛需求牵引下, “十四五” 期间面临较好发展机遇。

根据公司所属行业特性及产品应用场景, 我们选取相关领域 3 家锻造公司作为可比公司。2022~2024 年可比公司 PE 均值为 41/30/21 倍, 公司 PE 估值水平低于行业可比平均。未来十年我国航空航天处于高景气周期, 伴随公司产能的扩张和模锻能力的拓展, 公司将面临较好发展机遇。我们预计公司 2022~2024 年分别实现营收 29.2 亿、37.6 亿和 44.9 亿元, 归母净利润 4.55 亿、6.11 亿、7.85 亿元, 当前股价对应 2022~2024 年 PE 分别为 33/24/19x。我们考虑到下游需求持续高景气和公司在航空航天锻造行业细分龙头地位, 给予 2023 年 30 倍 PE, 对应目标价 170.00 元, 首次覆盖, 给予 “推荐” 评级。

表 3: 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	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600765.SH	中航重机*	31.71	0.60	0.83	1.10	1.46	52	38	29	22
688239.SH	航宇科技	78.45	0.99	1.42	2.03	3.15	78	55	38	24
300775.SZ	三角防务*	39.84	0.83	1.27	1.70	2.18	47	30	23	18
	均值						59	41	30	21
605123.SH	派克新材*	137.30	2.82	4.22	5.66	7.27	50	33	24	19

资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 标*为民生覆盖, 采用民生预测数据, 其余采用 Wind 一致预期; 股价为 2022 年 09 月 20 日收盘价;

5 风险提示

1) 募投项目进展不及预期。公司 2022 年募投项目建设期为 3 年，若未按时完工投产，或将影响公司收益。

2) 模锻市场开拓不及预期。公司将于 2025 年投产模锻相关产品，如未能及时拓展相关业务，或将对公司利润率带来一定影响。

3) 原材料价格波动。2022 年上半年出现重要原材料高温合金价格波动，如未来不能稳定在合理价格区间，或将影响公司利润率。

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	1,733	2,920	3,756	4,491
营业成本	1,231	2,149	2,755	3,239
营业税金及附加	2	5	7	8
销售费用	29	47	56	63
管理费用	53	76	94	108
研发费用	79	127	156	178
EBIT	340	591	774	989
财务费用	1	0	2	2
资产减值损失	-27	-45	-46	-60
投资收益	7	12	16	19
营业利润	348	525	705	906
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	348	526	706	908
所得税	44	71	95	123
净利润	304	455	611	785
归属于母公司净利润	304	455	611	785
EBITDA	388	649	845	1,074

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	516	357	329	662
应收账款及票据	863	1,278	1,400	1,730
预付款项	120	189	214	220
存货	499	777	810	1,040
其他流动资产	304	415	520	622
流动资产合计	2,303	3,016	3,273	4,274
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	497	646	809	987
无形资产	37	45	53	61
非流动资产合计	830	996	1,190	1,410
资产合计	3,133	4,012	4,463	5,684
短期借款	30	130	130	130
应付账款及票据	900	1,275	1,346	1,899
其他流动负债	157	170	205	233
流动负债合计	1,087	1,576	1,681	2,261
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	221	221	221	221
非流动负债合计	221	221	221	221
负债合计	1,308	1,797	1,902	2,483
股本	108	108	108	108
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,824	2,216	2,561	3,201
负债和股东权益合计	3,133	4,012	4,463	5,684

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	68.65	68.43	28.64	19.58
EBIT 增长率	71.02	73.66	30.98	27.81
净利润增长率	82.59	49.75	34.17	28.50
盈利能力 (%)				
毛利率	29.00	26.41	26.66	27.87
净利率	17.54	15.60	16.27	17.48
总资产收益率 ROA	9.71	11.35	13.69	13.81
净资产收益率 ROE	16.67	20.55	23.85	24.52
偿债能力				
流动比率	2.12	1.91	1.95	1.89
速动比率	1.52	1.30	1.34	1.33
现金比率	0.47	0.23	0.20	0.29
资产负债率 (%)	41.77	44.78	42.61	43.68
经营效率				
应收账款周转天数	112.26	90.00	88.00	86.00
存货周转天数	114.24	110.66	109.66	108.66
总资产周转率	0.63	0.82	0.89	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	2.82	4.22	5.66	7.27
每股净资产	16.89	20.51	23.72	29.64
每股经营现金流	0.06	0.09	4.53	7.11
每股股利	0.29	0.78	1.04	1.34
估值分析				
PE	49	33	24	19
PB	8.1	6.7	5.8	4.6
EV/EBITDA	37.06	22.56	17.37	13.35
股息收益率 (%)	0.21	0.57	0.76	0.98

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	304	455	611	785
折旧和摊销	48	58	71	85
营运资金变动	-384	-556	-246	-168
经营活动现金流	6	9	489	767
资本开支	-176	-222	-262	-301
投资	412	10	0	0
投资活动现金流	246	-199	-246	-282
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-30	100	0	0
筹资活动现金流	-93	11	-120	-152
现金净流量	158	-179	124	333

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构	3
图 3: 公司制造能力及产品概览	4
图 4: 2017~1H22 营收规模及同比增速	5
图 5: 2017~1H22 归母净利润及同比增速	5
图 6: 2017~2021 年公司费用构成	5
图 7: 2017~2021 年期间费用率持续下降	5
图 8: 2017~1H22 存货&预付款项情况	6
图 9: 2017~1H22 合同负债情况	6
图 10: 2017~1H22 固定资产&在建工程情况	6
图 11: 2017~1H22 经营活动现金流量净额情况	6
图 12: 锻造产业链梳理	7
图 13: 锻造成型机理 (左图); 锻造工艺分类 (右图)	7
图 14: 电力、石化、机械和船舶领域环锻件应用情况	8
图 15: 2015-2021 年我国风电装机量	8
图 16: 2018 年风电组件价值量拆分	8
图 17: 2018-2021H1 海力风电法兰供应商采购情况	9
图 18: 航空航发领域锻造格局	10
图 19: 2017~2021 年锻造公司航空航天锻件营收情况	10
图 20: 国内主要上市锻造公司募投项目梳理	10
图 21: 航空发动机和飞机机体锻造产品梳理	11
图 22: 2022-2041 年全球商用航空航发市场规模	11
图 23: 2022-2041 年全球商用航空航发锻件市场规模	11
图 24: 2017~2021 年营收分行业拆分	12
图 25: 2017~2021 年毛利润分行业拆分	12
图 26: 2017~2021 年分行业毛利率情况	12
图 27: 2017~2021 年利润率情况	12
图 28: 公司 D53K-6300 型碾压机	13
图 29: 公司引入德国西马克环锻设备	13
图 30: 2017~2021 年派克新材成本拆分	14
图 31: 2017~2021 年特种锻造材料成本占比	14
图 32: 2017~2021 年锻造公司期间费用率比较	14
图 33: 2017~2021 年锻造公司研发费用率比较	14
图 34: 2017~2021 年航空航天锻造产品毛利率对比	15
图 35: 2017~2021 年航空锻造公司净利率对比	15
图 36: 2017~2021 年派克新材分行业产品单吨价格	15
图 37: 2017~2021 年环锻公司产品单吨价格对比	15

表格目录

表 1: 分产品收入及毛利率预测 (百万元)	16
表 2: 分产品费用预测 (百万元)	17
表 3: 可比公司 PE 数据对比	18

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