

# 祥鑫科技 (002965.SZ) 新能源业务快速增长, 向平台化供应商迈进

2022年10月13日

——公司首次覆盖报告

**投资评级: 增持 (首次)**
**邓健全 (分析师)**
**赵悦媛 (分析师)**
**肖碧海 (联系人)**

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

xiaobihai@kysec.cn

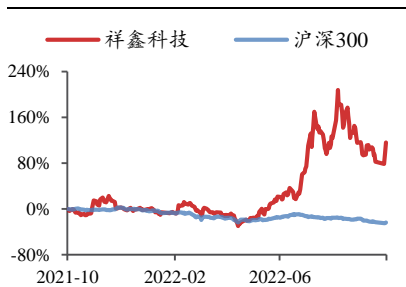
证书编号: S0790521040001

证书编号: S0790522070005

证书编号: S0790121060020

日期	2022/10/12
当前股价(元)	54.57
一年最高最低(元)	77.81/17.01
总市值(亿元)	97.13
流通市值(亿元)	55.04
总股本(亿股)	1.78
流通股本(亿股)	1.01
近3个月换手率(%)	630.11

## 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 公司概况: 主营冲压模具及金属结构件, 积极拓展新能源业务边界

公司深耕冲压模具和金属结构件, 积极拓展动力电池结构件、储能和光伏设备结构件、底盘系统部件等产品品类, 向平台化的供应商迈进。公司在手订单充足, 伴随募投项目产能逐步落地, 业绩有望再上一个台阶。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.15/4.76/7.11 亿元, 对应 EPS 为 1.21/2.68/3.99 元, 对应当前股价 PE 为 45.2/20.4/13.7 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

### ● 新能源车+储能结构件齐头并进, 进入成长加速期

(1) 新能源汽车结构件: 公司拥有超高强度钢板和铝镁合金冷冲成型等模具开发技术, 能够为新能源汽车客户提供从模具到结构件的轻量化整体解决方案, 进入广汽埃安、比亚迪、蔚来、小鹏等配套体系, 且公司与本特勒中国设立的合资公司有望打开底盘结构件市场, 并带来公司在轻量化领域技术实力的提升。(2) 动力电池箱体: 新能源汽车市场的快速发展带动动力电池箱体市场规模持续扩大。公司产品包括上盖、下托盘、液冷板、端板、铜排等, 能为客户提供整套的技术方案, 单车配套价值量可达 4,000-5,000 元。同时, 公司兼具宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、塔菲尔、孚能科技、威睿等头部动力电池客户资源和产能布局完善等优势, 有望享受行业快速发展红利。(3) 储能和光伏设备结构件: 双碳战略推动能源转型, 光储赛道蓄势待发, 带动结构件市场需求增长。公司前瞻布局逆变器结构件、储能机柜等产品, 有望跟随华为、新能安、Enphase Energy 等国内外龙头客户快速成长。

### ● 围绕主要客户就近布局产能, 2022-2024 年是产能释放期

公司拥有东莞、广州、常熟、天津、宁波、宜宾、马鞍山等生产基地, 墨西哥生产基地有望于 2022 年内投产。伴随募投项目产能逐步落地, 2022-2024 年将迎来产能释放期, 有望支撑公司业绩持续高增长。

### ● 风险提示: 汽车行业景气度不及预期、募投项目进展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,839	2,371	4,442	7,366	9,808
YOY(%)	15.2	28.9	87.4	65.8	33.2
归母净利润(百万元)	162	64	215	476	711
YOY(%)	6.8	-60.3	235.3	121.7	49.2
毛利率(%)	21.4	16.5	18.1	19.6	20.1
净利率(%)	8.8	2.7	4.8	6.5	7.2
ROE(%)	8.6	3.4	10.3	18.8	22.1
EPS(摊薄/元)	0.91	0.36	1.21	2.68	3.99
P/E(倍)	60.1	151.6	45.2	20.4	13.7
P/B(倍)	5.6	5.5	5.0	4.0	3.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 主营冲压模具及金属结构件，积极拓展新能源业务边界.....	4
1.1、 深耕冲压模具及金属结构件，产品和客户持续拓展.....	4
1.2、 营收稳健增长，2022H1 盈利能力有所改善.....	5
1.3、 持续研发投入，强化产品技术及质量方面优势.....	6
2、 新能源汽车结构件：产品矩阵丰富，为公司业绩第一增长极.....	8
3、 动力电池箱体：客户拓展顺利，为公司业绩第二增长极.....	10
3.1、 2025 年全球动力电池箱体市场空间有望突破 900 亿元.....	10
3.2、 客户拓展顺利，业绩弹性可期.....	11
4、 储能和光伏设备结构件：景气赛道蓄势待发，为公司业绩第三增长极.....	12
5、 围绕主要客户就近布局产能，2022-2024 年是产能释放期.....	14
6、 盈利预测与投资评级.....	16
6.1、 关键假设.....	16
6.2、 盈利预测与估值.....	17
7、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

## 图表目录

图 1： 2018 年以来，公司积极拓宽金属结构件产品品类.....	4
图 2： 2020-2022H1 公司新能源汽车零部件和储能设备结构件营收占比提升.....	5
图 3： 2020-2022H1 公司新能源汽车零部件毛利率高于综合毛利率.....	5
图 4： 2012-2021 年公司营收 CAGR 为 22.8%.....	6
图 5： 公司归母净利润 2021 年承压，2022H1 同比改善.....	6
图 6： 2022H1 公司实现整体费用率优化.....	6
图 7： 2022H1 公司毛利率和净利润率均有所回暖.....	6
图 8： 2016-2021 年公司研发费用率有所提升（%）.....	7
图 9： 2019-2021 年公司研发人员数量持续提升.....	7
图 10： 公司汽车结构件产品矩阵丰富.....	8
图 11： 本特勒底盘结构件产品矩阵丰富.....	8
图 12： 东莞市本特勒祥鑫汽车系统有限公司是本特勒在华南的首个工厂.....	9
图 13： 动力电池箱体由上盖、下托盘、液冷板、铜排等组成.....	10
图 14： 2025 年全球动力电池箱体市场空间有望突破 900 亿元.....	10
图 15： 保守场景预计 2026 年中国新型储能累计规模 48.5GW.....	12
图 16： 理想场景预计 2026 年中国新型储能累计规模 79.5GW.....	12
图 17： 全球光伏逆变器新增及替换市场规模有望稳步增长.....	12
图 18： 公司储能和光伏领域的主要产品为光伏逆变器结构件、储能机柜.....	13
图 19： 2020 年全球光伏逆变器出货量华为、阳光电源份额领先.....	13
图 20： 2022H1 年公司海外市场营收 2.84 亿元.....	14
图 21： 2017-2022H1 公司海外业务毛利率高于国内.....	14
表 1： 公司金属结构件产品矩阵丰富，客户资源优质.....	5

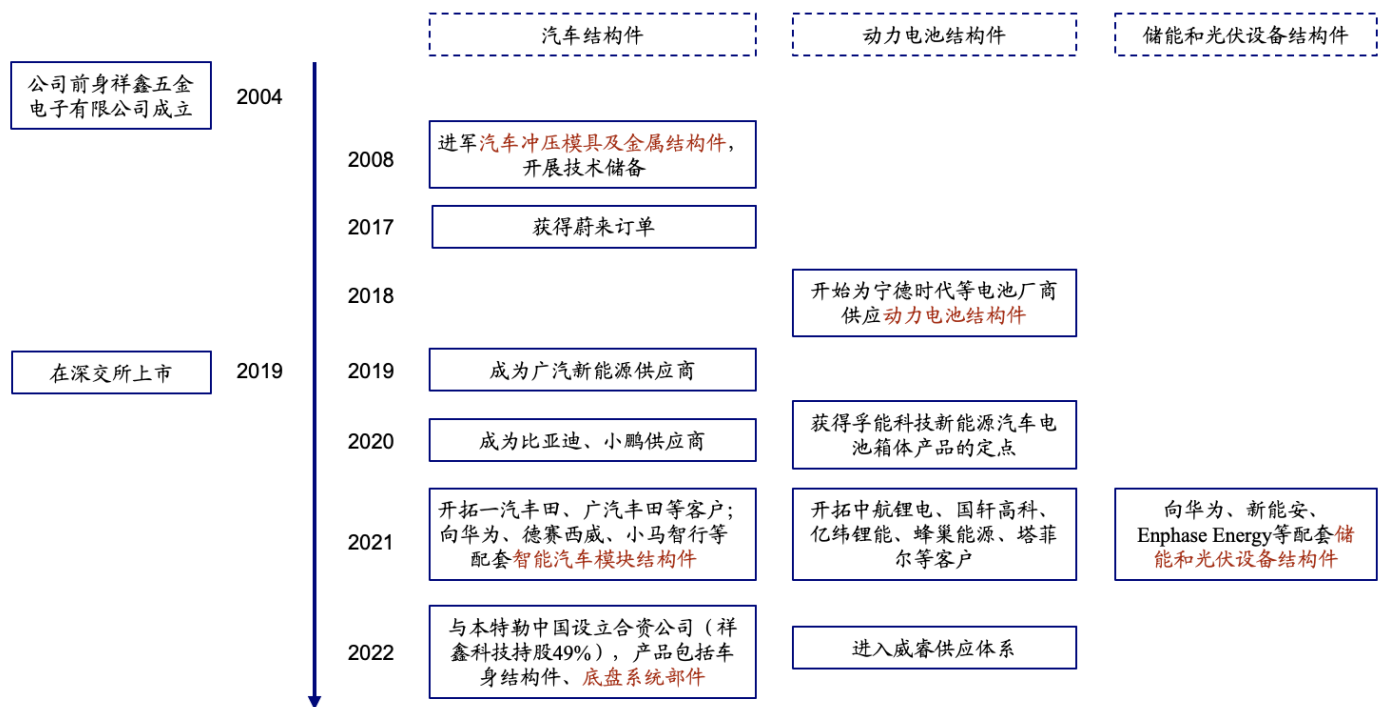
表 2: 国内动力电池箱体领域主要参与者有凌云股份、和胜股份、敏实集团、赛科利、华达科技、祥鑫科技等 .....	11
表 3: 公司动力电池结构件新项目定点持续落地.....	11
表 4: 公司储能和光伏领域的新项目定点持续落地.....	13
表 5: 公司围绕主要客户布局生产基地, 快速响应客户需求.....	14
表 6: 公司积极开展金属结构件、汽车模具产能建设.....	15
表 7: 2022 年 9 月公司公告拟定增募资不超过 18.4 亿元, 用于新能源车和储能结构件产能建设 .....	15
表 8: 公司营收拆分及预测 (亿元) .....	16
表 9: 可比上市公司估值 (PE/PEG) .....	17

## 1、主营冲压模具及金属结构件，积极拓展新能源业务边界

### 1.1、深耕冲压模具及金属结构件，产品和客户持续拓展

公司深耕冲压模具和金属结构件，向平台化的供应商迈进。公司前身祥鑫五金电子有限公司于 2004 年成立，成立初期，公司产品主要为五金电子类金属结构件。2008 年公司正式进军汽车冲压模具及金属结构件，并于 2018 年起大力拓展动力电池结构件、储能和光伏设备结构件、智能汽车模块结构件、底盘系统部件等产品品类。

图1：2018 年以来，公司积极拓宽金属结构件产品品类



资料来源：公司公告、开源证券研究所

借助有实力的 Tier 1，公司燃油车领域的客户群广泛。公司与本特勒、佛吉亚、法雷奥、马勒、延锋等世界知名的汽车零部件企业保持了长期的合作关系，产品广泛应用于保时捷、奥迪、宝马、奔驰、沃尔沃、捷豹、路虎、大众等品牌汽车的生产。

公司积极开拓新能源客户，有望跟随电动化趋势快速成长。（1）新能源汽车结构件：已成为广汽埃安、蔚来、小鹏、比亚迪等新能源车企一级供应商。（2）动力电池结构件：配套宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、塔菲尔、孚能科技、欣旺达、远景动力、巨湾技研、威睿等头部动力电池厂商。（3）储能和光伏设备结构件：配套华为、新能安、Enphase Energy、Larsen、FENECON GmbH 等国内外龙头客户。

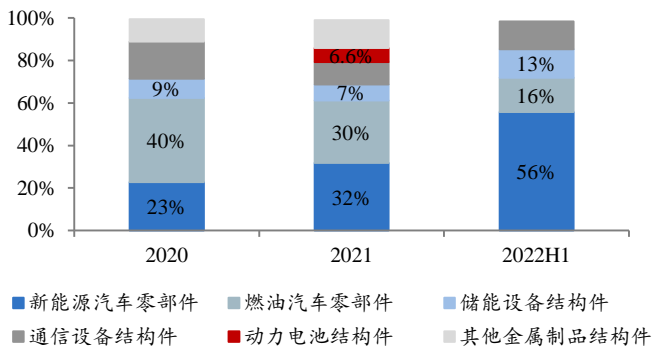
**表1: 公司金属结构件产品矩阵丰富, 客户资源优质**

领域	主要产品	主要客户
汽车和动力电池	动力电池箱体 (托盘、盖板、侧板、液冷板等)	宁德时代、孚能科技、欣旺达、国轩高科、亿纬锂能、塔菲尔、威睿
	天窗、防撞梁、A/B 柱等车身结构件、热交换系统部件、座椅骨架总成、底盘系统部件	Tier 1: 本特勒、佛吉亚、法雷奥、马勒、延锋 整车厂: 广汽集团、广汽埃安、一汽大众、吉利汽车、戴姆勒、比亚迪、蔚来汽车、小鹏汽车
	VGW 智能网联、OBC 车载充电、mPOWER 智能电动、AIS 融合感知、ADAS 智能驾驶、CDC 智能座舱等智能汽车模块的结构件	华为、德赛西威、小马智行
储能和光伏	光伏逆变器、储能机柜、充电桩机箱	华为、新能安、Enphase Energy、Larsen、FENECON GmbH
通信设备	户外基站金属结构件、IDC 机箱、功能性插箱等, 可用于 5G 基站和数据中心建设	华为、中兴、长城、浪潮、烽火

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

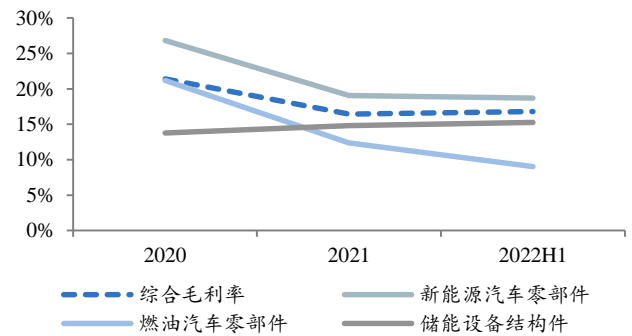
分行业来看, 公司产品应用于汽车、储能、通信设备、办公及电子设备等领域, 其中新能源汽车零部件和储能设备结构件营收占比快速提升。2022H1 公司新能源汽车零部件/燃油汽车零部件/储能设备结构件/通信设备结构件业务占总营收比例分别为 56%/16%/13%/13%, 其中新能源汽车零部件和储能设备结构件业务占总营收比例明显提升。从毛利率来看, 2022H1 公司新能源汽车零部件业务毛利率为 18.7%, 高于公司整体毛利率 16.8%。

**图2: 2020-2022H1 公司新能源汽车零部件和储能设备结构件营收占比提升**



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图3: 2020-2022H1 公司新能源汽车零部件毛利率高于综合毛利率**



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、营收稳健增长, 2022H1 盈利能力有所改善

**2022H1 公司营收和归母净利润同比高增。**2012-2021 年公司营收增长稳健, CAGR 为 22.8%, 其中, 2018 年以来公司大力拓展产品品类和新能源客户, 经过 2018-2020 年的储备期, 营收快速释放。2021 年公司业绩承压, 主要是受原材料价格上涨、计提可转债利息等因素影响。2022 年公司调整了采购及销售策略, 与主要客户和供应商建立了价格联动机制, 以减少原材料价格波动带来的影响。2022H1 公司营收 17.1 亿元, 同比增长 69.4%; 归母净利润 0.76 亿元, 同比增长 56.4%, 受益于

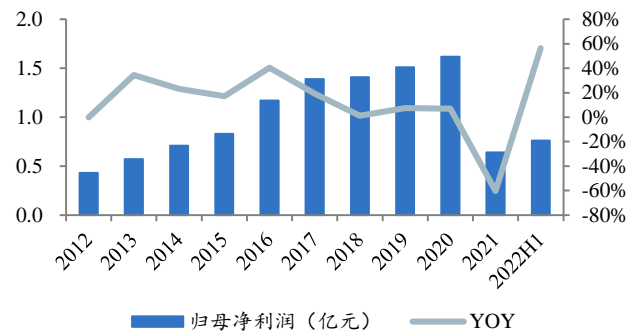
下游新能源汽车和储能光伏行业需求的增长。

图4：2012-2021 年公司营收 CAGR 为 22.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

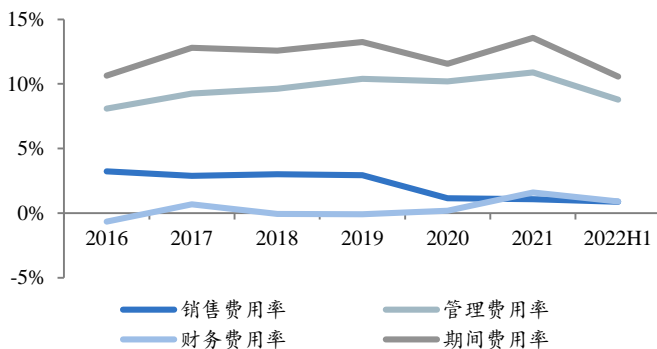
图5：公司归母净利润 2021 年承压，2022H1 同比改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

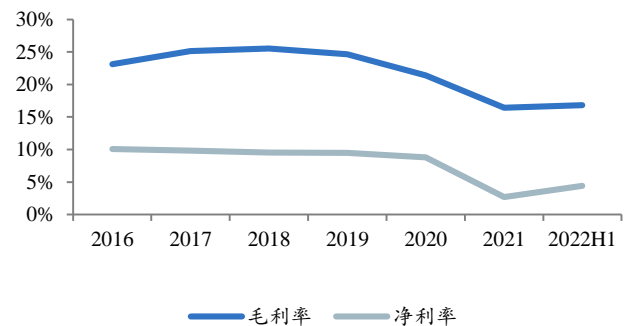
2017-2021 年期间费用率总体保持稳定，2022H1 下降显著。2017-2021 年公司期间费用率分别为 12.8%/12.6%/13.2%/11.6%/13.6%，总体保持稳定。2022H1 公司期间费用率下降至 10.6%，其中管理费用率下降显著，由 2021 年的 10.9%下降至 8.8%。

图6：2022H1 公司实现整体费用率优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022H1 公司毛利率和净利润率均有所回暖



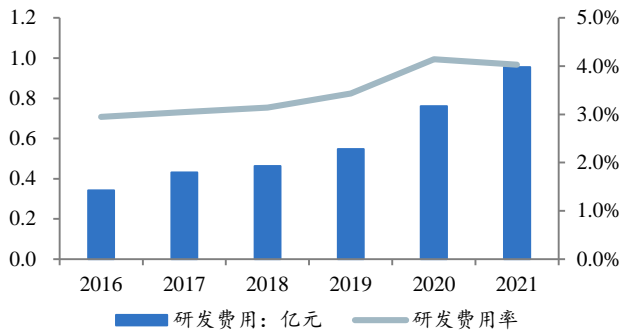
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、持续研发投入，强化产品技术及质量方面优势

公司持续加大研发投入，研发人员数量显著增加。公司高度重视研发投入，2016-2021 年间，研发费用由 0.34 亿元提高至 0.96 亿元（CAGR 为 22.8%），研发费用率由 3.0%提高至 4.0%。2019-2021 年间研发人员数量从 171 人增加至 288 人。

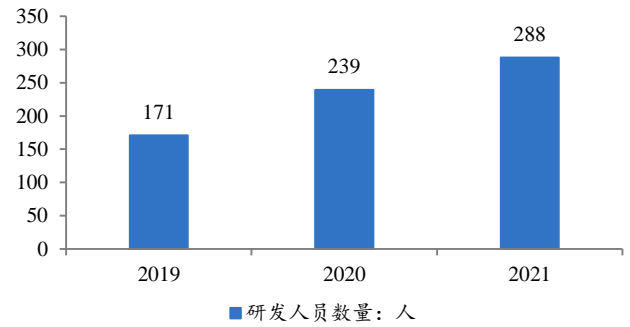
公司通过自主研发、校企共建、技术引进等多种渠道提升技术实力。公司以企业工程（技术）中心为载体，加强与清华大学苏州汽车研究院（相城）、华南理工大学、广东省科学院智能制造研究所、本特勒等研发机构或龙头企业的技术合作。

图8：2016-2021 年公司研发费用率有所提升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2019-2021 年公司研发人员数量持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司技术储备充足，构筑产品核心竞争力。**公司拥有行业领先的超高强度钢板和铝镁合金模具成型技术、钢铝连接技术、自冲铆接技术（SPR）、热融自攻丝技术（FDS）、搅拌摩擦焊技术（FSW）、热成型及拼焊板技术、CAE 模拟仿真技术等，能够为不同的客户提供多样化的汽车轻量化和电池箱体解决方案。截至 2022H1，公司及控股子公司已取得专利超过 400 项，其中发明专利 23 项。

## 2、新能源汽车结构件：产品矩阵丰富，为公司业绩第一增长极

公司汽车结构件产品矩阵丰富。公司拥有超高强度钢板和铝镁合金冷冲成型等模具开发技术，能提供从模具到结构件的轻量化整体解决方案，可供应车身结构件（包含冷热冲压成形）、座椅骨架部件、热交换系统部件等产品。

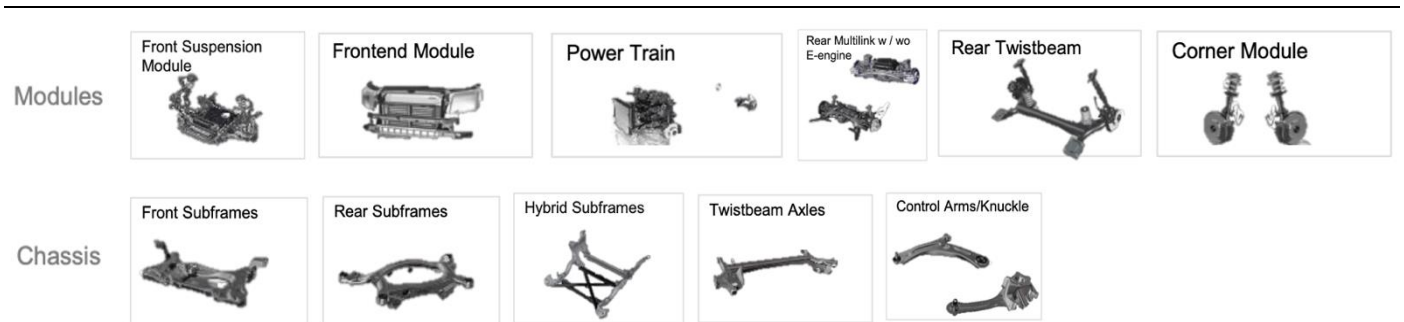
图10：公司汽车结构件产品矩阵丰富



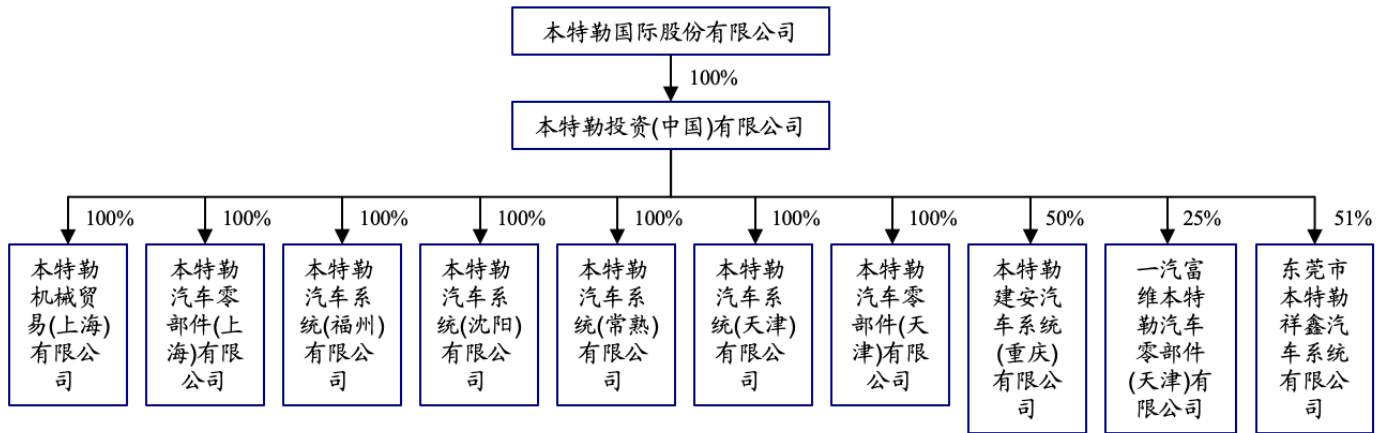
资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司与本特勒成立合资公司，布局底盘件、车身热成型件，产品矩阵有望进一步拓展。2022年3月，公司公告拟与本特勒中国共同投资设立合资公司，祥鑫科技/本特勒中国股权占比分别为49%/51%。祥鑫科技具备华南地区的整车客户基础，本特勒集团拥有先进的热成型冲压技术，主要为全球各大整车厂供应前悬挂、后悬挂模组、底盘系统、防撞结构件、发动机排气及控制系统等零部件。合资公司的成立有望打开底盘结构件市场，实现祥鑫科技客户资源与本特勒产品优势的互补，强强联合有望提升祥鑫科技在轻量化领域的技术实力。

图11：本特勒底盘结构件产品矩阵丰富



资料来源：本特勒官网

**图12：东莞市本特勒祥鑫汽车系统有限公司是本特勒在华南的首个工厂**


资料来源：Wind、开源证券研究所

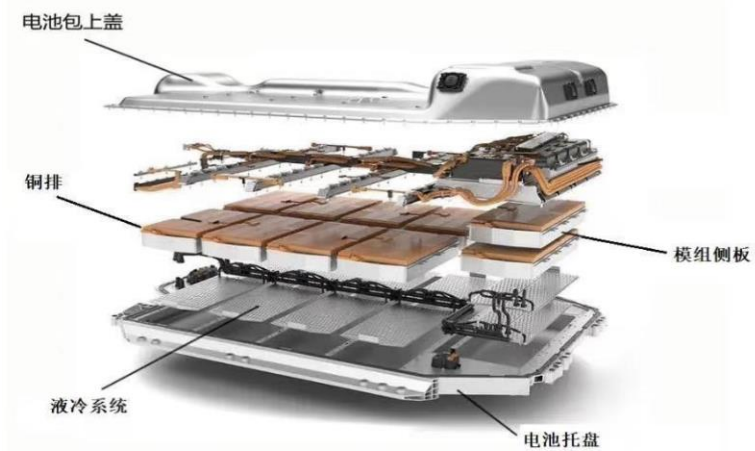
公司进入广汽埃安、比亚迪、蔚来、小鹏等配套体系，新能源汽车结构件业务有望快速成长。公司和广汽集团有较好的合作基础，新能源汽车结构件产品配套广汽埃安多款车型。此外，公司积极开拓比亚迪、蔚来、小鹏等新能源客户，有望充分受益于新能源汽车高景气度，实现对新能源客户销售收入的快速增长。

### 3、动力电池箱体：客户拓展顺利，为公司业绩第二增长极

#### 3.1、2025 年全球动力电池箱体市场空间有望突破 900 亿元

动力电池系统（电池 PACK）由动力电池箱体、电芯、电池管理系统组成，是为新能源汽车提供驱动电能的能量源。动力电池箱体作为电池模块的承载体，为保证电池模块稳定工作和安全防护起着关键作用。动力电池箱体主要由上盖、下托盘、液冷板、端板、铜排等组成，可以看作是电池 PACK 的“骨架”，起到支撑、抗机械冲击、机械振动和环境保护（防水防尘）的作用，单车价值量约 4,000-5,000 元。

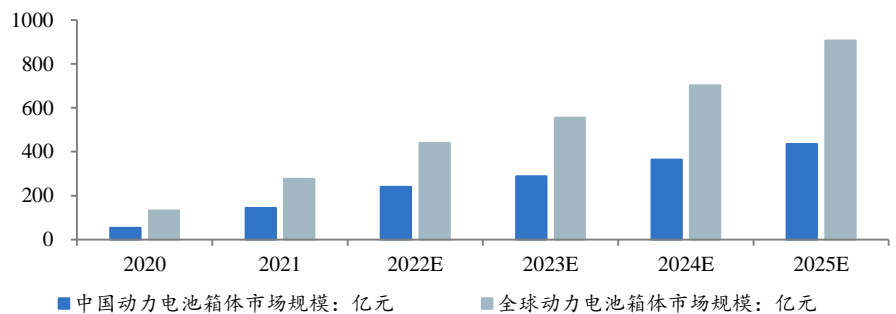
图13：动力电池箱体由上盖、下托盘、液冷板、铜排等组成



资料来源：公司公告

动力电池箱体单车价值量高，2025 年全球市场空间有望突破 900 亿元。新能源汽车市场的快速发展带动动力电池箱体市场规模持续扩大。据 Bloomberg 预测，2025 年中国/全球新能源汽车销量分别为 968/2016 万辆，假设动力电池箱体单车配套价值量为 4,500 元，我们测算 2025 年中国/全球动力电池箱体市场规模分别为 436/907 亿元，2021-2025 年 CAGR 分别为 31.9%/34.5%。

图14：2025 年全球动力电池箱体市场空间有望突破 900 亿元



数据来源：中汽协、Bloomberg、开源证券研究所

动力电池箱体行业处于起步阶段，资金、技术是主要竞争壁垒。一条自动化程度较高的动力电池箱体生产线投资额较大，没有大规模量产的情况下难以盈亏平衡，重资产投入使动力电池箱体行业具备资金、技术壁垒。各厂商在材料、技术路线、市场地位、发展阶段以及产能布局上有所差异。目前国内动力电池箱体领域主要参与者有凌云股份、和胜股份、敏实集团、赛科利、华达科技、祥鑫科技等。

**表2：国内动力电池箱体领域主要参与者有凌云股份、和胜股份、敏实集团、赛科利、华达科技、祥鑫科技等**

	凌云股份	和胜股份	敏实集团	赛科利	华达科技	祥鑫科技
背景	军民融合企业，全资收购德国 WAG 切入动力电池箱体业务	民营企业	民营企业	华域汽车子公司	2018 年通过收购江苏恒义切入电池托盘业务	民营企业
客户	保时捷、宝马、大众、丰田、奔驰、长城、宁德时代等	宁德时代、广汽新能源、比亚迪等	日产、本田、宝马、大众、戴姆勒、标致、雷诺、捷豹路虎、沃尔沃、福特	上汽大众、一汽、上汽乘用车、特斯拉(国产)	上汽、宁德时代、长城、小鹏、吉利、蔚来、理想、江淮、金龙等	宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、孚能科技、威睿等
产能规划	2021 年 7 月定增募资投入盐城和涿州电池壳扩产项目	2021 年 3 月安徽和胜能源扩产，规划年产 100 万套电池箱体	欧洲工厂已于 2018 年投产，规划建成年产 120 万套的产能	-	-	2021 年建设新能源汽车零部件制造基地

资料来源：各公司公告、上海赛科利官网、开源证券研究所

### 3.2、客户拓展顺利，业绩弹性可期

公司动力电池箱体产品包括上盖、下托盘、液冷板、端板、铜排等，能为客户提供整套的技术方案，单车配套价值量可达 4,000-5,000 元。公司客户资源丰富，已进入宁德时代、孚能科技、欣旺达、国轩高科、亿纬锂能、塔菲尔、威睿等头部动力电池厂商配套体系，有望充分受益行业发展红利。据公司公告，公司于 2022 年 1-8 月收到动力电池相关客户 24 个项目定点意向书，成为多款新能源汽车动力电池箱体产品的供应商，预计项目生命周期为 2-8 年，项目交易金额 80-95 亿元。

**表3：公司动力电池结构件新项目定点持续落地**

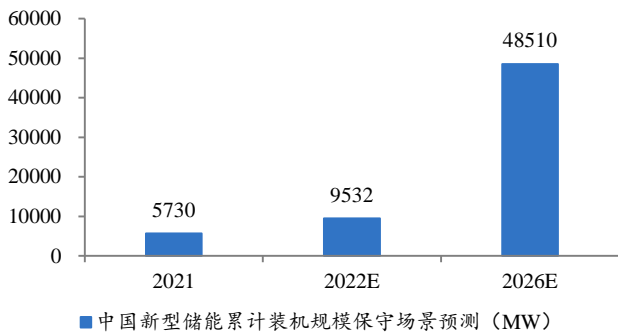
公告日期	客户	产品	规模	生命周期	备注
2020/10/22	孚能科技	动力电池箱体	9.3 亿元	10 年	量产时间为 2021 年 4 月
2022/3/17	动力电池相关客户	动力电池箱体	30-35 亿元	2-8 年	公司于 2022 年 1 月至 3 月收到动力电池相关客户的 14 个项目定点意向书
2022/9/1	动力电池相关客户	动力电池箱体	50-60 亿元	3-7 年	公司于 2022 年 4 月至 8 月收到动力电池相关客户的 10 个项目定点意向书

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、储能和光伏设备结构件：景气赛道蓄势待发，为公司业绩第三增长极

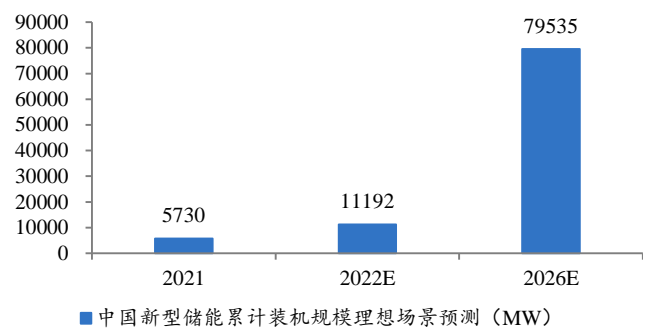
储能赛道前景广阔，结构件供应商有望乘风启航。双碳战略推动能源转型，储能技术是推进能源转型的核心技术之一。2021 年是中国储能规模化发展元年，国家及地方政府密集出台了 300 多项与储能相关的政策，储能装机规模大幅提升。据 CNESA（中国能源研究会储能专委会）预计，保守/理想场景中国新型储能累计装机规模将于 2026 年分别达到 48.5GW/79.5GW，2022-2026 年 CAGR 分别为 53.3%/69.2%。

图15：保守场景预计 2026 年中国新型储能累计规模 48.5GW



数据来源：CNESA、开源证券研究所

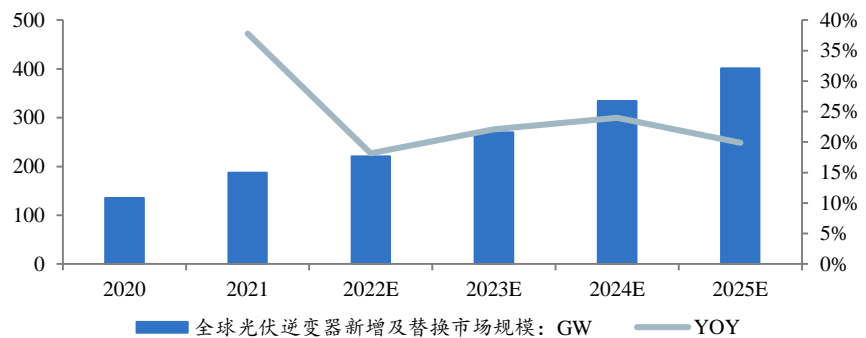
图16：理想场景预计 2026 年中国新型储能累计规模 79.5GW



数据来源：CNESA、开源证券研究所

储能和光伏装机规模提升，带动逆变器结构件需求增长。逆变器用于将储能电池或光伏组件产生的直流电转变成交流电并用于家用电器或并网发电。按技术路线及功率水平，光伏逆变器可分为集中式逆变器、组串式逆变器和微型逆变器等。随着光伏发电成本下降和双碳战略持续推进，储能和光伏逆变器装机量有望快速提升，带动逆变器结构件需求增长。据中商情报网，2021-2025 年全球光伏逆变器出货量 CAGR 有望达到 21.0%。

图17：全球光伏逆变器新增及替换市场规模有望稳步增长



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

公司储能和光伏设备结构件业务客户资源优质，新项目定点持续落地，取得市场先机。据公司公告，公司已向华为、新能安、Enphase Energy、Larsen、FENECON GmbH 等国内外知名企业供应光伏逆变器结构件、储能机柜等相关产品。2022年6-9月，公司获得储能和光伏领域的新项目定点累计规模近20亿元，展现下游客户对公司产品的认可，储能和光伏设备结构件业务有望打开公司新增长曲线。

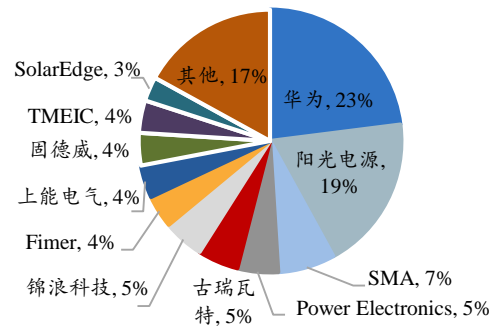
**表4：公司储能和光伏领域的新项目定点持续落地**

公告日期	客户	产品	规模	生命周期
2022/6/2	智能光伏相关客户	光伏逆变器壳体	3亿元	3年
2022/7/14	储能光伏相关客户	分布式小三相10K逆变器壳体	4亿元	3年
2022/8/25	储能光伏相关客户	储能逆变器相关产品	4.5亿元	2年
2022/9/5	逆变器及储能相关客户	商用逆变器及储能相关产品	7-8亿元	3年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图18：公司储能和光伏领域的主要产品为光伏逆变器结构件、储能机柜**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图19：2020年全球光伏逆变器出货量华为、阳光电源份额领先**


数据来源：Wood Mackenzie、开源证券研究所

## 5、围绕主要客户就近布局产能，2022-2024 年是产能释放期

公司围绕主要客户就近布局生产基地，进一步强化服务+成本的优势。截至 2021 年底，公司拥有东莞、广州、常熟、天津、宁波、宜宾、马鞍山等生产基地，墨西哥生产基地正在建设中。通过上述生产基地的建设，公司覆盖了国内主要的汽车产业集群中心，可以有效地降低产品的运输费用、缩短供货时间。

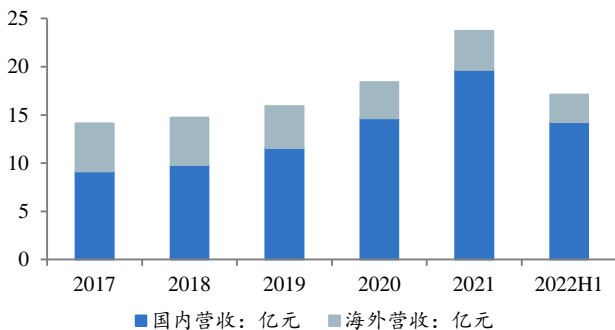
表5：公司围绕主要客户布局生产基地，快速响应客户需求

地区	生产基地	生产内容	配套客户	状态（截至 2021 年底）
	公司本部	汽车结构件及模具	华为、奥钢联、法雷奥、佛吉亚、安道拓、日产、丰田、广丰	投产
	东莞骏鑫	通信设备结构件及模具	中兴	投产
华南	广州祥鑫	动力电池箱体、轻量化车身结构件、底盘系统部件	广汽、一汽大众、广丰、广本及其工程院、研究院	投产
	东莞祥鑫	动力电池箱体、轻量化车身结构件、底盘系统部件	-	预计 2022H2 投产
	常熟祥鑫	汽车结构件及模具	捷豹、路虎、上海、一汽大众、通用（佛吉亚、安道拓）	一期投产，二期在建
华东	宁波祥鑫	动力电池箱体、轻量化车身结构件、通信设备结构件及模具	吉利、海康威视、广汽	投产
	安徽祥鑫	通信设备金属结构件	-	投产
华北	天津祥鑫	汽车金属结构件	一汽大众（佛吉亚、博泽）、戴姆勒、奥钢联	投产
西南	宜宾祥鑫	动力电池箱体	宁德时代	投产
北美	墨西哥祥鑫	汽车金属结构件	-	预计 2022H2 投产

资料来源：公司公告、开源证券研究所

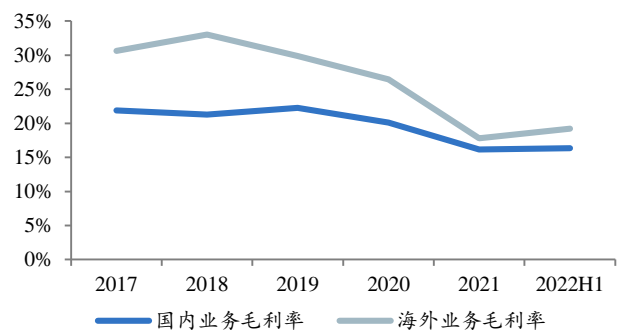
开展墨西哥生产基地建设，开启全球产能配套征程。据公司投资者关系活动记录表，公司墨西哥海外生产基地预计 2022H2 投产，开启全球产能配套征程。墨西哥子公司产品包括车身、座椅等结构件，主要为了配套延锋及其他国外客户。

图20：2022H1 年公司海外市场营收 2.84 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2017-2022H1 公司海外业务毛利率高于国内



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司积极开展金属结构件、汽车模具产能建设，伴随募投项目产能逐步落地，2022-2024 年产能释放，公司业绩有望再上一个台阶。公司通过首次公开发行股票、发行可转债等方式募集资金，用于广州、常熟、宁波、东莞等生产基地产能建设项

目，主要生产汽车零部件、汽车模具等产品。募投项目产能的逐步落地有助于公司突破产能瓶颈，进一步保障了公司对于新能源客户新项目的配套能力，有望支撑公司业绩持续高增长。

**表6：公司积极开展金属结构件、汽车模具产能建设**

项目名称	大型精密汽车模具及汽车部件生产基地建设项目*	汽车部件常熟生产基地二期扩建项目*	宁波祥鑫精密金属结构件生产基地建设项目**	祥鑫科技大型高品质精密汽车模具及零部件技改项目**	祥鑫科技新能源汽车部件研发中心及制造基地项目*
实施地点	广州	常熟	宁波	东莞	东莞
投资总额（万元）	51,631	36,915	31,718	22,183	100,000
拟投入募集资金（万元）	20,000	10,000	31,718	22,183	28,791
产能规划（每年）	新增汽车模具产能450套，新增汽车零部件产能13,500万件	新增汽车零部件产能15,000万件	新增汽车零部件产能5,600万件、新增数控钣金件产能2,048万件	新增汽车模具产能200套、新增汽车零部件产能5,000万件	新增新能源汽车零部件、通讯产品零部件产能15,296万件
具体产品	汽车模具、汽车零部件	汽车零部件	汽车零部件、数控钣金件	汽车模具、汽车零部件	新能源汽车零部件、通讯产品零部件
预计达产后营收（万元）	74,042	65,084	63,529	26,192	202,672
预计达产后净利润（万元）	9,844	6,574	4,001	4,103	12,160
截至2022年6月底投资进度	101.73%	44.77%	22.92%	15.73%	24.71%
项目达到预定可使用状态日期	2020年11月30日	2022年10月30日	2022年11月30日	2023年11月30日	2024年1月31日

资料来源：公司公告、开源证券研究所（“\*”项目系2019年IPO募投项目，其中祥鑫科技新能源汽车部件研发中心及制造基地项目系2021年8月公司变更部分IPO募集资金用途后新投入的项目；“\*\*”项目系2020年可转债募投项目）

**表7：2022年9月公司公告拟定增募资不超过18.4亿元，用于新能源车和储能结构件产能建设**

项目名称	东莞储能、光伏逆变器及动力电池箱体生产基地建设项目	广州新能源车车身结构件及动力电池箱体产线建设项目	常熟动力电池箱体生产基地建设项目	宜宾动力电池箱体生产基地扩建项目
实施地点	东莞	广州	常熟	宜宾
投资总额（万元）	67,228	28,879	33,679	54,029
产能规划（每年）	54万套动力电池箱体、15万套商用逆变器、20万套家用逆变器（2026年）	20万套车身结构件、22.5万套动力电池箱体	36万套动力电池箱体（2026年）	
具体产品	储能、光伏逆变器及动力电池箱体	新能源车车身结构件、动力电池箱体	动力电池箱体	动力电池箱体
预计达产后营收（亿元）		7.63		
建设期	2年	2年	2年	2年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资评级

### 6.1、关键假设

**(1) 新能源汽车零部件业务：**公司产品矩阵丰富，可供应天窗、防撞梁、A/B柱等车身结构件、热交换系统部件、座椅骨架总成等产品，有望受益于广汽埃安、比亚迪等新能源汽车客户销量增长，我们预计 2022-2024 年营收同比增速分别为：39.9%/83.3%/57.1%。

**(2) 动力电池结构件业务：**新能源汽车市场的快速发展带动动力电池箱体市场规模持续扩大。公司动力电池箱体单车配套价值量达 4,000-5,000 元，兼具宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、塔菲尔、孚能科技、威睿等头部动力电池客户资源和产能布局完善等优势，有望享受行业快速发展红利，我们预计 2022-2024 年营收同比增速分别为：741.1%/101.0%/31.3%。

**(3) 储能设备结构件业务：**双碳战略推动能源转型，光储赛道蓄势待发，带动结构件市场需求增长。公司前瞻布局逆变器结构件、储能机柜等产品，在手订单充足，有望跟随华为、新能安、Enphase Energy 等国内外龙头客户快速成长，我们预计 2022-2024 年营收同比增速分别为：188.1%/174.5%/37.9%。

表8：公司营收拆分及预测（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
新能源汽车零部件营收	3.9	7.5	10.5	19.3	30.3
YOY		93.5%	39.9%	83.3%	57.1%
毛利率	26.8%	19.1%	19.2%	19.7%	20.0%
燃油汽车零部件营收	7.3	7.0	6.8	6.6	6.6
YOY		-4.1%	-3%	-2%	-1%
毛利率	21.2%	12.4%	11.0%	11.5%	12.0%
动力电池结构件营收	0.3	1.6	13.1	26.3	34.6
YOY		436.9%	741.1%	101.0%	31.3%
毛利率	25.1%	22.0%	22.2%	22.8%	23.0%
储能设备结构件营收	1.7	1.8	5.1	14.0	19.3
YOY		6.0%	188.1%	174.5%	37.9%
毛利率	13.8%	14.8%	15.5%	15.7%	16.1%
通信设备制造营收	3.2	2.5	5.0	3.0	2.6
YOY		-22.1%	100.0%	-40.0%	-15.0%
毛利率	16.7%	13.0%	12.0%	12.5%	13.0%
总营收	18.4	23.7	44.4	73.7	98.1
YOY		28.9%	87.3%	65.8%	33.2%
毛利率	21.4%	16.5%	18.1%	19.6%	20.1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 6.2、盈利预测与估值

公司深耕冲压模具和金属结构件，积极拓展动力电池结构件、储能和光伏设备结构件、底盘系统部件等产品品类，向平台化的供应商迈进。公司在手订单充足，伴随募投项目产能逐步落地，业绩有望再上一个台阶。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.15/4.76/7.11 亿元，对应 EPS 为 1.21/2.68/3.99 元，对应当前股价 PE 为 45.2/20.4/13.7 倍。祥鑫科技 A 股 3 家可比公司 2022-2024 年 PE 均值分别为 43.1/24.7/17.1 倍。公司 2023-2024 年估值水平低于可比上市公司平均估值，具备一定的估值优势。首次覆盖，给予“增持”评级。

**表9：可比上市公司估值（PE/PEG）**

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润			PE			PEG
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	(2024E)
002824.SZ	和胜股份	70	34.92	3.16	5.04	7.04	22.1	13.8	9.9	0.25
603348.SH	文灿股份	199	75.37	3.86	6.39	8.82	51.5	31.1	22.5	0.59
301268.SZ	铭利达	185	46.32	3.32	6.33	9.77	55.7	29.3	19.0	0.35
可比公司平均 PE							43.1	24.7	17.1	
002965.SZ	祥鑫科技	97	54.57	2.15	4.76	7.11	45.2	20.4	13.7	0.28

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2022/10/12，和胜股份、铭利达盈利预测数据采用 Wind 一致预测，文灿股份盈利预测数据来自开源证券汽车团队）

## 7、风险提示

汽车行业景气度不及预期、募投项目进展不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2624	2818	5099	7029	8818	<b>营业收入</b>	1839	2371	4442	7366	9808
现金	894	357	669	1109	1477	营业成本	1446	1981	3637	5925	7833
应收票据及应收账款	639	879	1990	2745	3573	营业税金及附加	9	10	25	37	49
其他应收款	6	6	17	22	31	营业费用	21	26	40	66	78
预付账款	15	20	44	62	80	管理费用	112	163	271	436	579
存货	519	806	1626	2337	2902	研发费用	76	96	169	265	333
其他流动资产	552	751	753	755	756	财务费用	4	38	52	83	108
<b>非流动资产</b>	790	1054	1599	2357	3000	资产减值损失	-3	-6	-7	-14	-19
长期投资	5	10	13	15	18	其他收益	5	5	4	4	5
固定资产	460	480	968	1652	2224	公允价值变动收益	17	26	12	14	17
无形资产	121	185	211	234	257	投资净收益	-1	-4	-5	-2	-3
其他非流动资产	203	379	407	456	501	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3414	3872	6698	9386	11819	<b>营业利润</b>	186	64	241	533	792
<b>流动负债</b>	929	1314	3749	5775	7467	营业外收入	4	4	2	3	3
短期借款	15	30	994	2068	2669	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	787	1060	2381	3183	4200	<b>利润总额</b>	190	68	243	536	795
其他流动负债	127	224	374	523	598	所得税	28	3	28	59	85
<b>非流动负债</b>	612	664	859	1074	1140	<b>净利润</b>	162	64	215	476	711
长期借款	503	531	726	941	1007	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	133	133	133	133	<b>归属母公司净利润</b>	162	64	215	476	711
<b>负债合计</b>	1542	1978	4608	6849	8607	EBITDA	212	111	301	662	972
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.91	0.36	1.21	2.68	3.99
股本	151	153	153	153	153						
资本公积	792	830	830	830	830						
留存收益	795	810	976	1317	1829						
<b>归属母公司股东权益</b>	1872	1894	2090	2537	3211						
<b>负债和股东权益</b>	3414	3872	6698	9386	11819						

现金流量表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	120	-14	-370	-58	428
净利润	162	64	215	476	711
折旧摊销	15	17	21	32	39
财务费用	4	38	52	83	108
投资损失	1	4	5	2	3
营运资金变动	-91	-176	-640	-616	-381
其他经营现金流	29	39	-23	-36	-52
<b>投资活动现金流</b>	6	-496	-559	-779	-668
资本支出	89	282	563	788	680
长期投资	95	-214	-3	-3	-2
其他投资现金流	0	0	7	12	14
<b>筹资活动现金流</b>	589	-17	277	203	8
短期借款	0	15	964	1075	600
长期借款	503	27	195	216	66
普通股增加	0	3	0	0	0
资本公积增加	0	38	0	0	0
其他筹资现金流	85	-100	-882	-1088	-658
<b>现金净增加额</b>	711	-530	-652	-634	-233

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.2	28.9	87.4	65.8	33.2
营业利润(%)	8.1	-65.7	277.2	121.3	48.7
归属于母公司净利润(%)	6.8	-60.3	235.3	121.7	49.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.4	16.5	18.1	19.6	20.1
净利率(%)	8.8	2.7	4.8	6.5	7.2
ROE(%)	8.6	3.4	10.3	18.8	22.1
ROIC(%)	17.1	6.8	9.9	14.4	16.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.2	51.1	68.8	73.0	72.8
净负债比率(%)	-19.0	12.4	59.1	86.1	80.0
流动比率	2.8	2.1	1.4	1.2	1.2
速动比率	2.2	1.5	0.9	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	3.7	3.9	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.36	1.21	2.68	3.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	-0.08	-2.08	-0.33	2.40
每股净资产(最新摊薄)	9.76	9.88	10.98	13.49	17.28
<b>估值比率</b>					
P/E	60.1	151.6	45.2	20.4	13.7
P/B	5.6	5.5	5.0	4.0	3.2
EV/EBITDA	35.4	71.3	29.5	14.8	10.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn