

祥鑫科技(002965)

报告日期: 2022年11月19日

深耕金属结构件, 电车和光储业务注入发展新动力

——祥鑫科技(002965)深度报告

投资要点

□ 专注冲压模具和结构件, 电车+光储产品快速突破

公司业务主要包括新能源汽车和燃油车的车身结构件、动力电池箱体、储能设备结构件、通信设备结构件和办公及电子设备结构件, 其中新能源汽车、动力电池和储能设备是公司重点发展的业务。2022年前三季度, 公司实现营业收入29.58亿元, 同比增长88.62%; 归母净利润1.68亿元, 同比增长203.22%, 公司部分定点项目进入量产, 叠加产能快速释放, 预计将持续贡献良好的收入和利润。

□ 新能源强劲驱动, 结构件高速发展

新能源车: 随着新能源汽车占比提升, 新能源车身结构件和电池箱体有望迎来放量, 电池箱体单台价值量大约4000-5000元, 我们预计, 到2025年全球动力电池箱体市场规模有望达到1063亿元, 四年CAGR为40%; 电池箱体包括托盘、盖板、侧板、液冷板等, 其中托盘是价值最大的环节, 将受益于CTP电池渗透率提升, 我们预计, 到2025年全球动力电池托盘市场规模有望达到419亿元, 四年CAGR为54%。**逆变器和储能设备:** 结构件在逆变器中的成本占比约21%, 要求耐温、耐腐蚀、散热好等性能, 我们预计, 到2025年全球光伏和储能逆变器结构件的市场规模合计为322亿元, 四年CAGR为43%。

□ 项目多点开花, 新能源产品进入收获期

公司兼具冲压和铝挤两大工艺, 紧抓行业前沿技术, 储备高强钢冲压电池托盘和压铸电池托盘的研发项目, 提前布局CTC/CTB技术。目前三大新能源业务均已绑定业内头部客户, 包括广汽埃安、宁德时代、比亚迪及华为、新能安、Enphase等, 布局国内四大生产基地和海外墨西哥基地, 紧贴客户需求。根据公司公告已披露, 截至22年10月, 目前电池箱体在手订单金额89.3~104.3亿元, 合同期限在2~10年; 光伏储能结构件中标金额18.5~19.5亿元, 合同期限在2~3年。公司在手订单饱满, 产能扩建也即将进入高峰期, 在2022年定增项目中, 公司预计将合计新增约112.5万套动力电池箱体(按照披露计算)、20万套车身结构件及15万套商用逆变器、20万套家用逆变器, 为公司发展注入强劲动力。

□ 盈利预测与估值

首次覆盖, 给予“买入”评级。公司是汽车领域冲压模具和金属结构件的老兵, 新能源车和光储业务带来新生命力。我们预计22-24年公司归母净利润2.57、6.13、9.09亿元, 对应EPS为1.44、3.44、5.10元/股, 当前股价对应PE为35、15、10倍。我们选取汽车零部件和动力电池箱体板块的文灿股份、铭利达、和胜股份和常青股份作为可比公司, 22-24年同行业平均PE为42、23、15倍, 综合行业平均情况和公司的高成长性, 我们给予公司23年PE23倍, 对应市值141亿元, 目标价79.1元, 对应当前股价有55%的空间。首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新增项目建设不及预期风险等

投资评级: 买入(首次)

分析师: 张雷

执业证书号: S1230521120004
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师: 黄华栋

执业证书号: S1230522100003
huanghuadong@stocke.com.cn

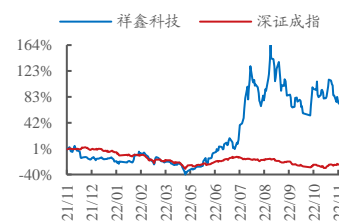
研究助理: 虞方林

yufanglin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥51.05
总市值(百万元)	9,101.60
总股本(百万股)	178.29

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2370.77	4061.53	8074.03	10804.63
(+/-) (%)	28.89%	71.32%	98.79%	33.82%
归母净利润	64.08	257.15	613.42	908.95
(+/-) (%)	-63.53%	301.27%	138.55%	48.18%
每股收益(元)	0.36	1.44	3.44	5.10
P/E	141.03	35.15	14.73	9.94

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

(1) 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) **盈利预测:** 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.57、6.13、9.09 亿元, 对应 EPS 分别为 1.44、3.44、5.10 元/股, 当前股价对应的 PE 分别为 35、15、10 倍。
- 2) **估值指标:** 我们选取汽车零部件和动力电池箱体板块的文灿股份、铭利达、和胜股份和常青股份作为可比公司, 2022-2024 年同行业平均 PE 分别为 42、23、15 倍, 综合行业平均情况和公司的高成长性, 我们给予公司 2023 年 PE 23 倍。
- 3) **目标价格:** 79.1 元, 对应当前股价有 55% 的空间。
- 4) **投资评级:** 首次覆盖, 给予“买入”评级。

(2) 关键假设

- 1) 22-24 年公司动力电池箱体产品销量分别为 50、130、180 万套。
- 2) 22-24 年公司车身模具和结构件的销量分别为 53346、90689、131499 万套件。
- 3) 22-24 年公司光储设备产品销量分别为 74、237、323 万套。

(3) 我们与市场的观点的差异

市场认为: 电池箱体和储能设备结构件行业壁垒不高, 担心未来公司盈利能力。 **依据:** 市场参与企业众多, 各家份额很低, 行业竞争激烈。

我们认为: 公司盈利能力处于上升通道。 **依据:** 公司的新能源相关产品业务处于起步阶段, 客户拓展成效显著, 已经获得大量的定点项目, 部分项目的合作期限接近十年, 目前公司正在加速扩产, 定增项目有望从 2023 年逐步放量, 同时公司与主要客户建立了价格联动机制, 原材料成本影响日益减小, 未来在规模效应、产品结构升级和技术进步的驱动下, 公司盈利能力有望逐步提升。

(4) 股价上涨的催化因素

公司新增的项目产能投产提前; 获得重大项目定点或中标; 进入下游头部客户的供应链; 关键金属原材料的价格超预期下降。

(5) 风险提示

行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新增项目建设不及预期风险等

正文目录

1 专注冲压模具和结构件，电车+储能产品快速突破	5
2 新能源强劲驱动，结构件高速发展	9
2.1 电池托盘定制化程度高，受益 CTP 电池渗透	9
2.2 电车市场助力，结构件和电池箱体发展加速	11
2.3 光储产业蓬勃发展，结构件市场规模广阔	13
3 项目多点开花，新能源产品进入收获期	15
3.1 兼具冲压和铝挤技术，储备前沿项目	15
3.2 订单饱满且长期，配套扩产加速落地	17
4 通信设备绑定华为，有望受益信创推进	19
5 盈利预测与估值	20
5.1 盈利预测	20
5.2 估值与投资意见	22
6 风险提示	22

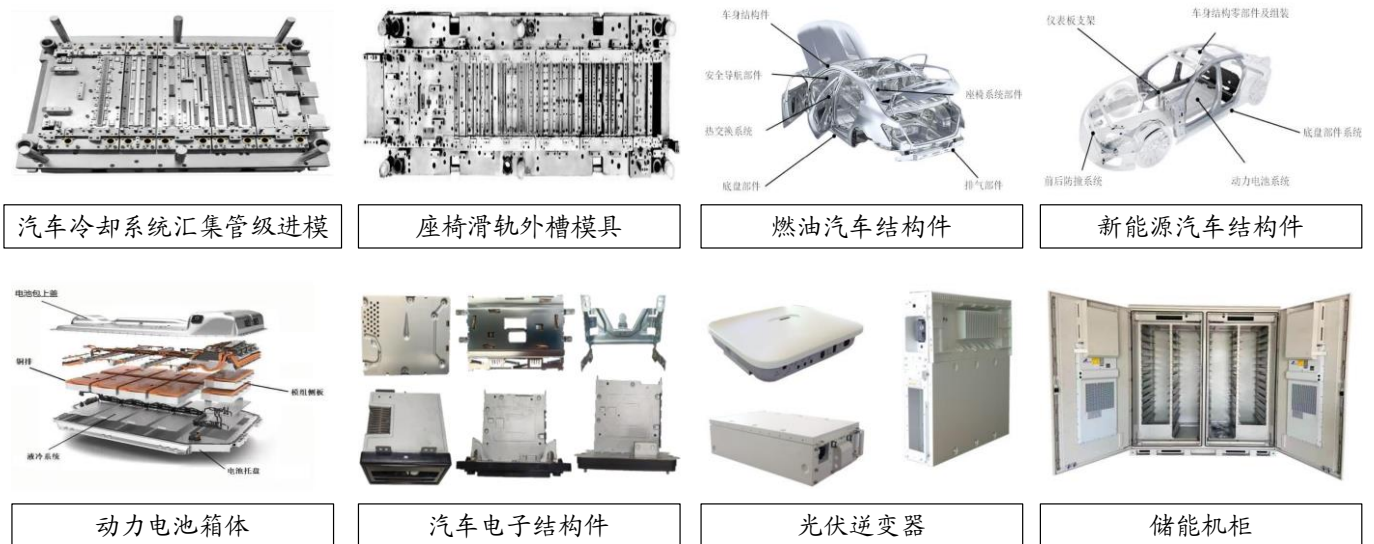
图表目录

图 1: 公司部分产品图示.....	5
图 2: 公司的发展历程.....	6
图 3: 公司的营业总收入及同比(单位: 百万元, %).....	6
图 4: 公司的归母净利润及同比(单位: 百万元, %).....	6
图 5: 公司的收入业务拆分(单位: 百万元).....	7
图 6: 公司的各业务毛利率(单位: %).....	7
图 7: 公司的毛利率与净利率(单位: %).....	7
图 8: 公司的各项费用率(单位: %).....	7
图 9: 公司的股权结构图(截至 2022 年 9 月 30 日, 单位: %).....	8
图 10: 动力电池箱体结构.....	9
图 11: 动力电池箱体设计体系.....	9
图 12: 特斯拉 Model 3 电池包各部件的质量占比(单位: kg, %).....	10
图 13: 电池箱体轻量化途径.....	10
图 14: 精密冲压模具的产业链.....	11
图 15: 一种汽车冲压模具的示意图.....	11
图 16: 2021 年固德威的营业成本拆分(单位: %).....	13
图 17: 2019 年固德威原材料成本拆分(单位: %).....	13
图 18: 公司动力电池箱体的生产工艺流程及产污环节图.....	16
图 19: 公司在通信、办公及电子设备等行业的部分产品.....	19
图 20: 公司办公及电子设备结构件的收入、毛利率和占比(单位: 百万元, %).....	19
图 21: 公司办公及电子设备、通信设备模具的收入、毛利率和占比(单位: 百万元, %).....	19
图 22: 公司的通信设备(5G、信创)精密冲压模具和金属结构件的收入和毛利率(单位: 百万元, %).....	20
表 1: 公司的限制性股票激励计划首次授予激励对象名单(单位: 万股, %).....	8
表 2: 动力电池箱体的主要成型工艺.....	9
表 3: 全球动力电池托盘价值量测算(单位: 万辆, %, 元/辆, 亿元).....	11
表 4: 金属成型技术工艺对比.....	12
表 5: 汽车金属冲压件和新能源汽车动力电池箱体的市场规模测算(单位: 万辆, %, 元/辆, 亿元).....	12
表 6: 行业内部分主要公司的对比.....	13
表 7: 全球光伏和储能逆变器结构件的市场规模测算(单位: GW, %, 元/W, 亿元).....	14
表 8: 公司供应产品和核心客户.....	15
表 9: 公司部分研发项目(截至 2021 年底).....	16
表 10: 公司公告披露的定点和中标项目梳理(单位: 亿元, 年).....	17
表 11: 公司现有的生产基地贴近不同客户.....	17
表 12: 2022 年公司定增募投项目(单位: 万元, 年, 万套).....	18
表 13: 公司的业务拆分(单位: 百万元, %).....	21
表 14: 可比公司估值(单位: 亿元、元/股、倍).....	22
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 专注冲压模具和结构件，电车+储能产品快速突破

公司是国内汽车冲压模具和金属结构件领先供应商，新能源汽车和光伏储能相关产品快速突破。目前公司的业务主要包括汽车零部件、通信设备结构件和其他精密金属结构件，大力拓展新能源汽车和光伏储能领域的相关产品。公司具体产品可分为三类：1) 汽车精密冲压模具和金属结构件，如动力电池箱体、轻量化车身结构件、热交换系统精密部件、底盘系统部件等，是公司的核心业务；2) 通信设备精密冲压模具和金属结构件，如户外基站金属结构件、IDC 机箱、功能性插箱等；3) 其他精密冲压模具和金属结构件，如光伏逆变器、储能机柜、充电桩机箱等，可广泛应用于新能源汽车、燃油汽车、动力电池、储能和光伏设备、通信设备、办公设备等领域。

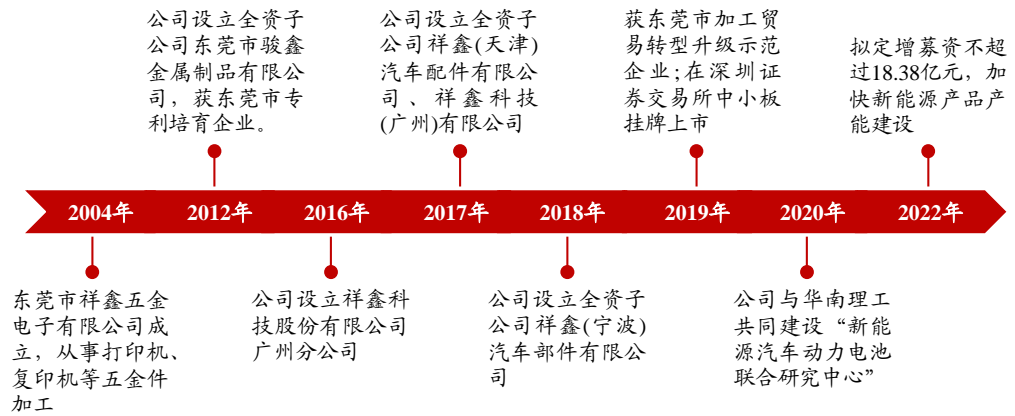
图1：公司部分产品图示



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

五金电子设备企业完成转型，加速发展电车、动力电池、光伏储能等产业。公司于2004年成立，早期从事五金电子类金属结构件的生产，并逐渐积累了精密冲压模具的研发和生产经验。2012年以来，公司在汽车行业的销售收入及占比显著提升。2016年后在天津、宁波、广州等地成立分公司，贴近重要的汽车生产基地。2019年，公司在深圳证券交易所中小板挂牌上市，并加速发展新能源产业。目前公司在华南、华东、华北、西南和墨西哥等地建立生产基地，业务覆盖汽车精密冲压模具和金属结构件、动力电池箱体等，客户包括各领域核心企业，包括广汽埃安、比亚迪、吉利汽车、华为、德赛西威等。2022年9月，公司公告拟定增募资不超过18.38亿元，预计将合计新增产能112.5万套动力电池箱体(按照披露计算)、20万套车身结构件、以及15万套商用逆变器、20万套家用逆变器，有望加速公司新能源业务发展。

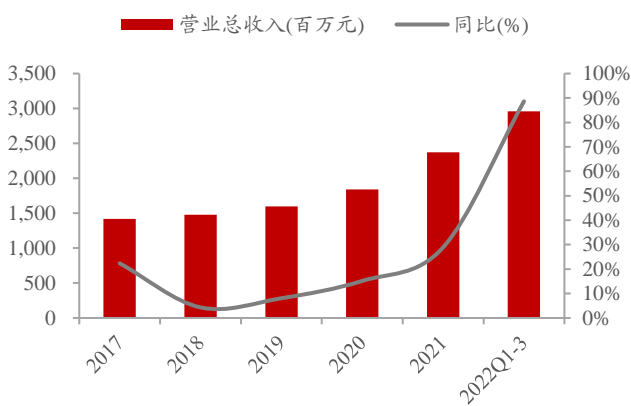
图2: 公司的发展历程



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

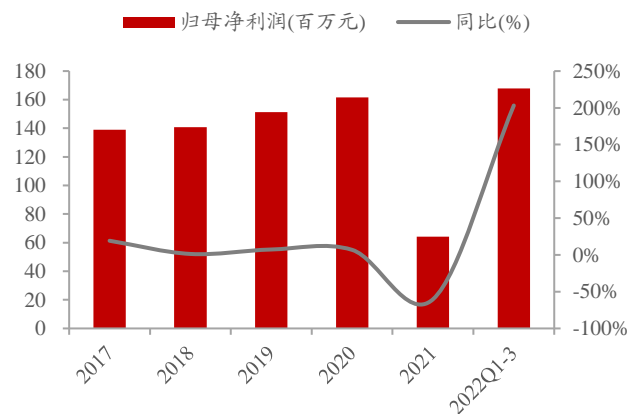
受益于产能扩张和订单交付, 2022年以来公司业绩大幅增长。2017-2021年, 公司营业总收入从14.17亿元增长至23.71亿元, 四年CAGR为13.74%, 主要系公司加快新能源业务发展, 客户订单和公司产能持续增长, 贡献较好收入; 同期公司的归母净利润从1.39亿元变动至0.64亿元, 其中在2021年, 公司营业收入同比增长28.89%, 归母净利润同比减少60.34%, 主要系公司受到新冠疫情和芯片短缺的影响, 以及关键原材料如钢、铁、铝等大宗商品价格大幅度上涨。2022年前三季度, 公司实现营业收入29.58亿元, 同比增长88.62%; 归母净利润1.68亿元, 同比增长203.22%, 公司部分定点项目进入量产, 预计将持续贡献良好的收入和利润。

图3: 公司的营业总收入及同比(单位: 百万元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图4: 公司的归母净利润及同比(单位: 百万元, %)

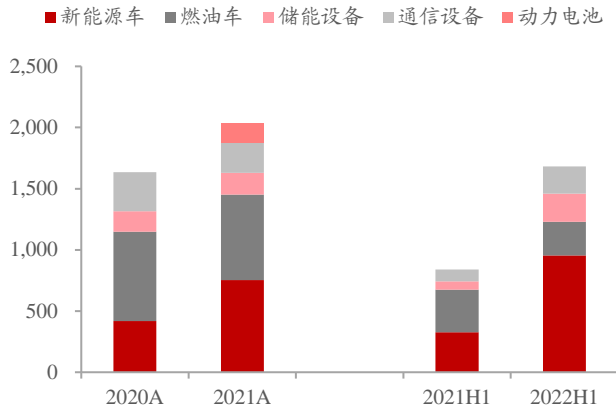


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

新能源产品收入快速提升, 产品毛利率相对较高。根据应用领域划分, 2021年公司在新能源车、动力电池、储能设备、燃油车和通信设备等领域的精密冲压模具和金属结构件的收入占比分别为31.76%、6.57%、7.47%、29.51%和10.55%, 其中公司在新能源领域的产品收入占比提升较快。2022年上半年, 新能源汽车产品的收入占比已达到55.82%, 燃油车产品和通信设备的占比已不足30%。在业务毛利率方面, 2021年新能源车、动力电池、储能设备、燃油车和通信设备等领域的精密冲压模具和金属结构件的毛利率分别为19.07%、

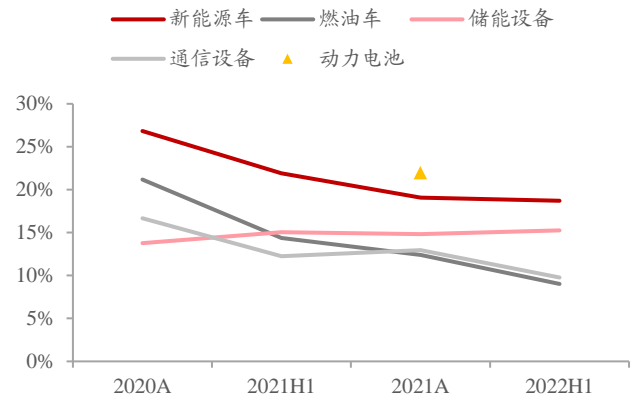
21.97%、14.83%、12.38%和 12.96%，可见新能源汽车和动力电池相关业务的盈利能力相对较高。

图5: 公司的收入业务拆分(单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

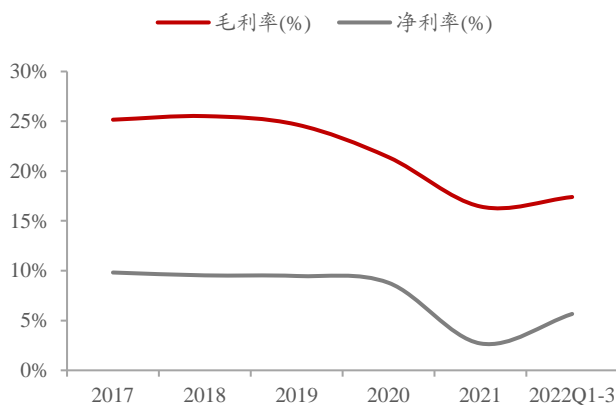
图6: 公司的各业务毛利率(单位: %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

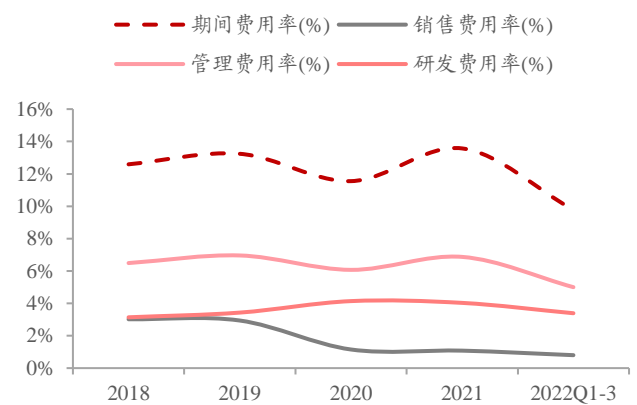
2022 年以来盈利能力改善明显, 近年期间费用率较稳定。2022 年前三季度, 公司的毛利率和净利率分别为 17.40%和 5.66%, 较 2021 年分别提升 0.95 和 2.96 个百分点, 在 2021 年遭遇低点后, 公司的盈利能力借助新能源赛道实现较快反弹, 预计后续将随着公司产能提升规模效应显现和产品结构升级而持续提高。在费用率方面, 公司期间费用率近些年相对平稳, 基本在 10%~13%附近, 其中研发费用率在 3%~4%。

图7: 公司的毛利率与净利率(单位: %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图8: 公司的各项费用率(单位: %)

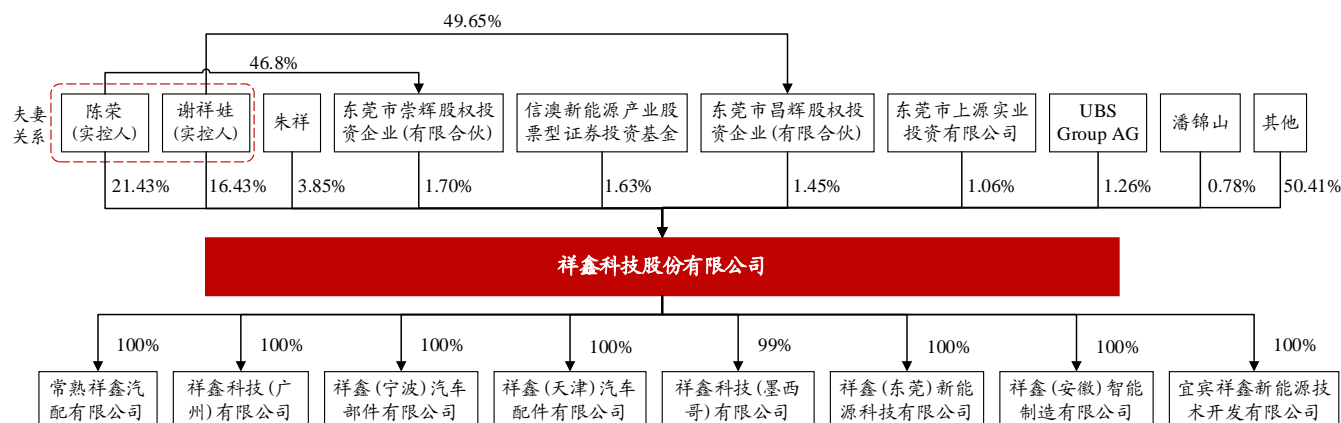


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 *注: 期间费用率包括四项费用率

公司控股股东、实际控制人为陈荣和谢祥娃夫妇。公司前两大股东是陈荣和谢祥娃夫妇, 分别担任公司的董事长和副董事长, 并分别直接持股 21.43%和 16.43%, 其中陈荣通过控制东莞市崇辉股权投资企业(有限合伙)间接持有公司 1.70%股份; 谢祥娃通过控制东莞市昌辉股权投资企业(有限合伙)间接持有公司 1.45%股票, 以上四位股东合计持股 41.01%。公司第三大股东是朱祥, 持股比例 3.85%, 朱祥是公司于 2012 年 1 月第二次增资引入, 曾担任公司董事。公司第四大股东是信澳新能源产业股票型证券投资基金, 持股比例为

1.63%。在子公司方面，公司目前在广州、东莞、常熟、宁波、安徽、天津、宜宾和墨西哥等地设立子公司，着力打造紧贴客户的生产基地。

图9：公司的股权结构图(截至2022年9月30日，单位：%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股权激励绑定管理层和核心员工，设定营业收入为考核目标。2021年公司拟对64名高管和核心业务(技术)人员首次授予限制性股票277万股，占截至2021年11月23日公司总股本的1.84%；预留30万股授予5名核心业务(技术)人员，占公司总股本的0.17%。本次股权激励计划有望绑定公司管理层、骨干员工和公司的利益。业绩考核目标是以2020年营业收入为基数，规定2021年、2022年、2023年的营业收入增长率不低于15%、35%、65%，或者累计收入增幅不低于15%、2.5倍、4.15倍。

表1：公司的限制性股票激励计划首次授予激励对象名单(单位：万股，%)

姓名	职务	获授数量(万股)	占首次授予比例(%)	占公告日总股本比例(%)
陈景斌	副总经理	5	1.8051%	0.0332%
陈振海	董事会秘书 副总经理	5	1.8051%	0.0332%
李燕红	财务负责人	5	1.8051%	0.0332%
刘进军	副总经理	5	1.8051%	0.0332%
谢洪鑫	副总经理	5	1.8051%	0.0332%
小计		25	9.0253%	0.1659%
核心业务(技术)人员(共59人)		252	90.9747%	1.6722%
首次授予总量合计(共64人)		277	100%	1.8381%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所*注：截至2021年11月13日授予日

2 新能源强劲驱动，结构件高速发展

2.1 电池托盘定制化程度高，受益 CTP 电池渗透

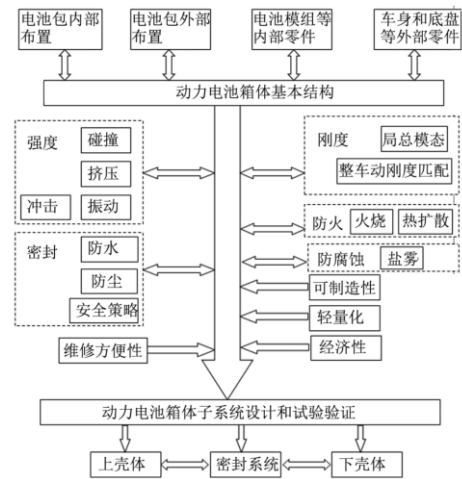
电池箱体是电动汽车定制化程度较高的零部件。电池箱体主要作用包括强度支撑、防水防尘、防火隔热扩散、防腐蚀等。动力电池箱体一般安装在汽车底盘下方的安装支架上，包括箱体上盖、端板、托盘、液冷板、底护板等金属结构，上下箱体通过螺栓或者其他方式连接，中间结合面运用 IP67 级别的密封胶垫密封。

图10: 动力电池箱体结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图11: 动力电池箱体设计体系



资料来源：上汽大众，浙商证券研究所

电池箱体材料成型工艺包括冲压、铝合金压铸和铝合金挤压成型。动力电池箱体整体工艺流程包括材料成型工艺以及组立工艺，其中材料成型工艺是动力电池箱体的关键工艺。按照材料成型工艺分类，目前动力电池箱体主要有三大技术路线，分别为冲压、铝合金压铸和铝合金挤压成型，其中冲压成型具有精度高、强度和刚性高等优势，挤压成型的成本较低，适用于主流电池包。目前上壳体以冲压为主，下壳体主要工艺为铝合金挤压成型以及铝合金压铸两种方式。

表2: 动力电池箱体的主要成型工艺

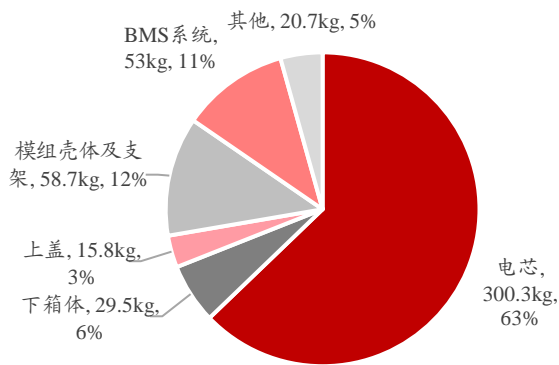
工艺技术	优点	缺点	使用场景	代表车型
冲压	强度及刚性高，成本延伸度及震动、低	冲击强度不足	钢制多，铝制需要整车企业具备较强车身、底盘集成设计能力	Tesla Model 3
压铸	不需要进行进一步的焊接工序，综合力学性能强	易发生欠铸、裂纹、冷隔、气孔等，碰撞后易变形	四受模具尺寸限制，主要应用于小尺寸电池包	插电混动、Audi e-tron、BMW X5 插电混动(铝制)、Nissan Leaf、Volt(钢制)、大众 Golf GTE
挤压	成本较低，能提供较大的强度及刚性	需要复杂的焊接工艺	可广泛适用于各种尺寸大小的电池包	宝马 IX3、大众 MEB 等

资料来源：《新能源汽车电池托盘应用现状及发展趋势》谭锦红，浙商证券研究所

电池包中箱体重量占比较大，轻量化是发展趋势。《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》指出，2035 年纯电动乘用车轻量化系数降低 35%，同时将车辆轻量化系数、载质量利用系数、挂牵比等作用衡量整车轻量化的依据。在电动汽车的各总成系统中，动力电池系统总成的重量占比约 30%；在动力电池系统中，以特斯拉 Model3 电池包为例，电芯、下箱体、上盖、模组壳体及支架和 BMS 系统的质量占比分别为 63%、6%、3%、12%、11%，其中上下箱体和模组壳体及支架的重量占比合计约 20%，因此电池箱体轻量化成为提高电池包质量能量密度的重要途径。

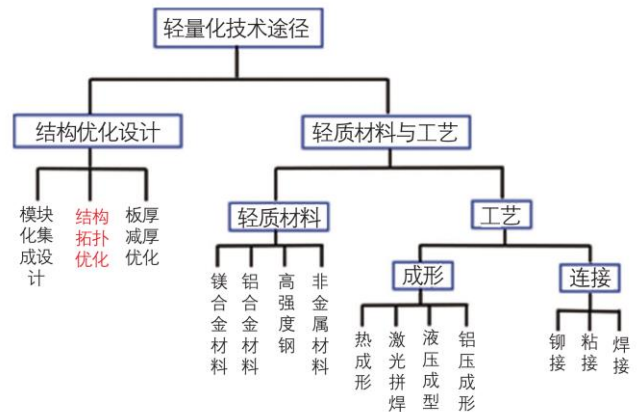
目前主要途径包括结构优化、轻量化材料与先进工艺等途径。1)结构优化：通过现代设计方法实现箱体的精简化、整体化和轻质化；2)材料轻量化：采用高强度钢、镁合金、铝合金及碳纤维等材料进行减重；同等尺寸下，铝合金电池盒替代钢制电池盒可减重 20%-30%，因此铝合金材质是电池盒的主流方向。目前上盖材料多为高强度钢和铝合金，下壳体几乎全部为铝合金。3)先进工艺：电池箱体和底盘的集成化将有助于降低整车重量。

图12： 特斯拉 Model 3 电池包各部件的质量占比(单位： kg， %)



资料来源：CNKI，浙商证券研究所

图13： 电池箱体轻量化途径



资料来源：CNKI，浙商证券研究所

箱体的单台价值在 4000-5000 元，其中托盘价值量随 CTP 电池应用而提升。根据公司公告的投资者关系交流记录，公司主要是从事动力电池箱体集成解决方案，包括托盘、盖板、侧板、液冷板等，单台价值量大约 4000-5000 元，其中托盘是价值最大的环节，其次是上盖。由于 CTP 结构取消了模组，减少或省去了横梁、纵梁以及螺栓等附件，在集成度提高后，CTP 电池托盘制造需要使用 FDS(螺栓自拧紧技术)工艺¹，可将铝框架、水冷板和底板一次性铆接在一起，大幅提高生产效率。同时托盘也集成了承重和水冷功能，强度和功能要求都有所提高，价值量也随之增加。

根据全球主流车企的新能源汽车产销规划，预计 2025 年全球新能源汽车总产量将达 2750 万辆，其中中国产量 1430 万辆。考虑到 CTP 电池的单 Wh 经济性和性能优越性，渗透率将持续提升，假设 2021-2025 年 CTP 电池渗透率从 12%增长至 48%；考虑到结构件的降本和减量，假设非 CTP 电池托盘价值量从 1000 元/辆下降至 885 元/辆，CTP 电池价值量从

¹ 螺栓自动拧紧技术是利用螺钉的高速旋转，产生热量融化母材料，增加压力打穿母材并在母材上制作螺纹，凭借螺纹将自攻丝拧紧来实现铆接的一种技术。

2500 元/辆下降至 2213 元/辆。我们预计到 2025 年全球动力电池托盘市场规模有望达到 419 亿元，四年 CAGR 为 54%。

表3: 全球动力电池托盘价值量测算(单位: 万辆, %, 元/辆, 亿元)

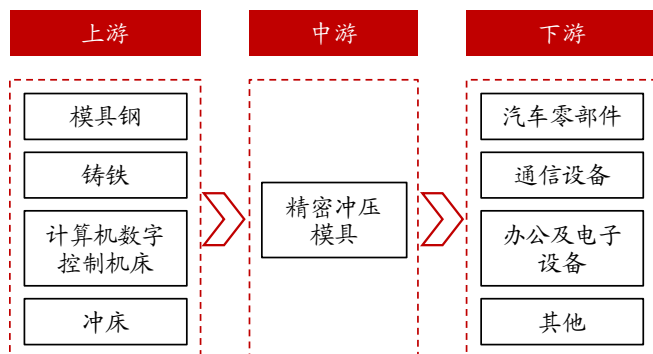
	单位	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2021-2025E CAGR
全球新能源汽车总产量	万辆	635	1,150	1,575	2,115	2,750	44%
国内	万辆	355	650	850	1,100	1,430	42%
海外	万辆	281	500	725	1,015	1,320	47%
CTP 渗透率	%	12%	21%	30%	39%	48%	
托盘价值量							
非 CTP 电池	元/辆	1,000	970	941	913	885	-3%
CTP 电池	元/辆	2,500	2,425	2,352	2,282	2,213	-3%
电池托盘市场规模	亿元	75	147	215	306	419	54%
国内	亿元	42	83	116	159	218	51%
海外	亿元	33	64	99	147	201	57%

资料来源: Marklines, 中汽协, 公司公告, 浙商证券研究所测算

2.2 电车市场助力，结构件和电池箱体发展加速

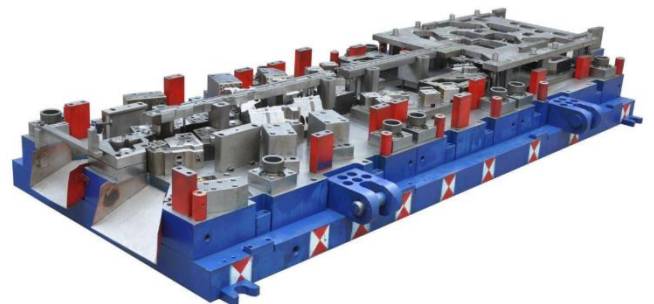
冲压模具对于汽车制造至关重要，可实现更高的精密度精密化。模具是汽车工业的基础工艺装备，在汽车生产中 95%以上的零部件都需要依靠模具成型。根据祥鑫科技公告，一般生产一款普通的轿车大约需要 1000 至 1500 套冲压模具，使用量较大。同时，汽车冲压模具的设计和制造时间约占汽车开发周期的 2/3，具有尺寸大、工作型面复杂、技术标准高等特点，属于技术密集型产品。相对于压铸，冲压可实现更高的精密度，包括零件外形的精密化，即零件外形尺寸公差越小越精密，以及零件内部成分组织性能的精密化，向“近无缺陷”方向发展，包括成分准确均匀，组织细密，消除内部缺陷。

图14: 精密冲压模具的产业链



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图15: 一种汽车冲压模具的示意图



资料来源: 诚瑞丰科技, 浙商证券研究所

表4: 金属成型技术工艺对比

类型	定义	特点
冷冲压成型	在常温下, 利用冲压模在压力机上对板料施加压力, 使其产生塑性变形或分离从而获得所需形状和尺寸的零件	生产效率快, 开发周期短, 零件精密度高, 当前应用最广泛
热冲压成型	针对高强度材料的零件加工方式, 先将坯料加热至一定温度, 用冲压模在相应的模具内进行冲压并保压淬火, 以得到所需外形并同时实现金属材料相变	较好改善冲压成型性, 减少零件回弹、保证零件尺寸精度; 改善零件的力学性能, 提高零件强度和零件表面硬度、抗凹性和耐腐蚀性。
压铸成型	利用高压将金属熔液压入形状复杂的金属模具内的一种精密铸造法。	压铸铸造设备和模具造价高昂, 因此只适用批量化制造生产; 循环时间较长。对于超精密零件还需通过机加工
锻造成型	利用锻压机械对金属坯料施加压力, 使用产生塑性变形以获得具有一定机械性能、一定形状和尺寸锻件	消除金属铸态疏松等缺陷, 优化微观组织结构, 机械性能一般优于同样材料的铸件, 机械中负载高、工作条件严峻的重要零件多采用锻件
3D 打印技术	以数字模型文件为基础, 运用粉末状金属或塑料等可粘材料, 通过逐层打印的方式来构造物体	在金属加工领域还不成熟, 可打印材料稀缺昂贵, 强度较低和变形大

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

关键假设: 根据盖世汽车数据, 新能源汽车金属零部件的单车价值约 1-1.5 万元, 其中约 60% 采用冲压件, 包括发动机、轮轴、油箱、横纵梁、结构件、覆盖件、支撑件等。据此估算, 冲压件单车价值量约为 6000-9000 元。假设金属零部件在新能源汽车和燃油车的单车价值接近, 并取 7500 元, 动力电池箱体的单车价值取 4500 元, 考虑到减重、降成本等因素, 未来四年的单车价值增幅取-3%。全球和中国汽车整体空间基本稳定, 增幅取 3%。

测算规模: 我们测算到 2025 年, 全球汽车金属冲压件的市场规模为 5810 亿元, 规模大且稳定, 但新能源汽车占比提升将带来结构性变化; 到 2025 年, 全球动力电池箱体市场规模有望达到 1063 亿元, 2021-2025 年的 CAGR 为 40%, 其中中国动力电池箱体市场规模 553 亿元, 四年 CAGR 为 37%。

表5: 汽车金属冲压件和新能源汽车动力电池箱体的市场规模测算(单位: 万辆, %, 元/辆, 亿元)

	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR (2021-2025)
全球汽车总产量	万辆	7,762	8,015	8,256	8,504	8,759	9,022	3.00%
国内	万辆	2,532	2,626	2,704	2,786	2,869	2,955	3.00%
海外	万辆	5,230	5,390	5,551	5,718	5,890	6,066	3.00%
全球新能源汽车总产量	万辆	303	635	1,150	1,575	2,115	2,750	44.24%
国内	万辆	137	355	650	850	1,100	1,430	41.72%
海外	万辆	166	281	500	725	1,015	1,320	47.24%
全球新能源汽车渗透率	%	3.9%	7.9%	13.9%	18.5%	24.1%	30.5%	-
国内	%	5.4%	13.5%	24.0%	30.5%	38.3%	48.4%	-
海外	%	3.2%	5.2%	9.0%	12.7%	17.2%	21.8%	-
汽车金属冲压件单车价值	元/辆	7,500	7,275	7,057	6,845	6,640	6,441	-3.00%
动力电池箱体单车价值	元/辆	4,500	4,365	4,234	4,107	3,984	3,864	-3.00%
全球汽车金属冲压件市场规模	亿元	5,822	5,831	5,826	5,821	5,816	5,810	-0.09%
国内	亿元	1,899	1,910	1,908	1,907	1,905	1,903	-0.09%
海外	亿元	3,922	3,921	3,918	3,914	3,911	3,907	-0.09%
全球动力电池箱体市场规模	亿元	136	277	487	647	843	1,063	39.91%
国内	亿元	61	155	275	349	438	553	37.47%
海外	亿元	75	123	212	298	404	510	42.82%

资料来源: Marklines, 中汽协, 盖世汽车, 公司公告, 浙商证券研究所

市场十分分散，企业竞争激烈。汽车金属零部件和动力电池箱体行业的竞争门槛不高，市场格局十分分散，主要上市公司主要为凌云股份、宁波华翔、文灿股份、华达科技、常青股份、祥鑫科技、和胜股份等。在动力电池箱体领域竞争同样激烈，各家市占率低，主要企业有参与者包括敏实集团、和胜股份、祥鑫科技等。

表6: 行业内部分主要公司的对比

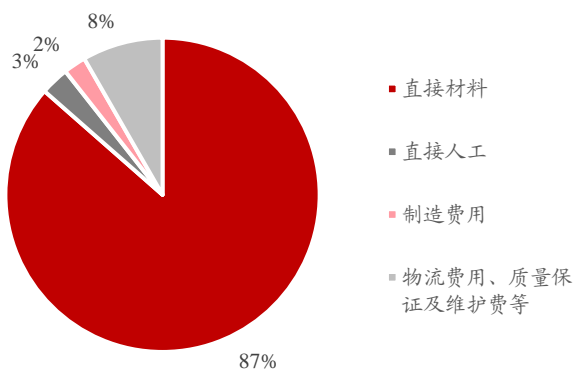
企业	业务	产能规划	2021年销量	2021年业务收入
祥鑫科技	汽车、动力电池、逆变器和储能、通信等冲压模组和金属结构件	2022年定增项目中预计将合计新增产能112.5万套动力电池箱体(按照披露计算)、20万套车身结构件、以及15万套商用逆变器、20万套家用逆变器。	汽车精密金属结构件和冲压模具和动力电池的精密金属的销量分别为41,036万件和958万套。	新能源汽车、储能设备结构件和冲压模具的收入分别为7.53、1.77和1.56亿元。
华达科技	乘用车车身零部件、电池箱托盘、电机壳、电机轴等产品	预计到2022年底江苏恒义新能源汽车零车车身总成和立柱等、冲压支架等、模具的销量分别为14467、6669、694万件。		新能源汽车零部件收入6.50亿元
敏实集团	各类外饰件和车身结构件产品; 铝动力电池盒、智能前脸等	2022年6月, 与法国雷诺集团宣布将成立电池盒合资公司, 于2023年在Ruitz工厂安装两条全新的自动化生产线, 2025年产能达到30万套电池盒。		-
和胜股份	电池托盘及配件、模组结构件、电芯外壳等, 以及防撞梁、吸能盒、底盘门槛梁等	2021年建设年产100万套电池箱体、车身部件和电芯、模组零件研发制造基地, 预计2023年投产。	2021年电池托盘、电池托盘配件、模组结构件、电芯外壳、防铝型材业务收入21.99亿元, 防撞梁的销量分别为30、111、261、1617、251万台。	

资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

2.3 光储产业蓬勃发展，结构件市场规模广阔

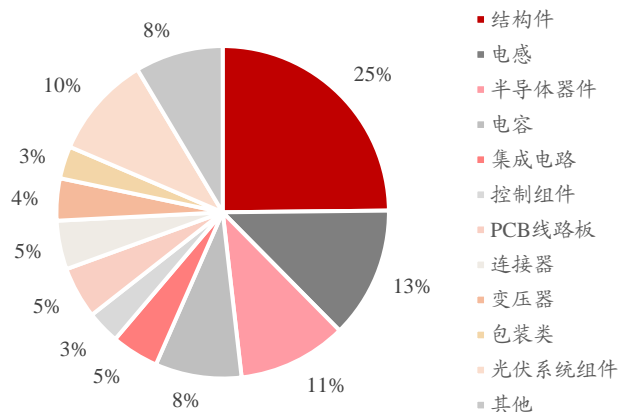
结构件在逆变器中的成本占比约21%，性能要求包括散热、耐高温、耐腐蚀等。逆变器主要由电子元器件(功率半导体、集成电路、PCB线路板、电容、电感、开关器件、连接器等)、结构件(散热器、压铸件、机柜机箱、钣金件等)和辅助材料组成。光伏逆变器生产所需的主要材料包括结构件、电子元器件、辅助材料等。其中，逆变器对结构件的散热性、耐高温性和耐腐蚀性等要求较高，成本占比较高。根据固德威公告，2021年其光伏逆变器产品的直接材料成本占比约为86%，2019年逆变器结构件在原材料中的成本占比为24.84%，据此估计2021年结构件在光伏逆变器中的成本占比约为21%。

图16: 2021年固德威的营业成本拆分(单位: %)



资料来源: 固德威公告, 浙商证券研究所

图17: 2019年固德威原材料成本拆分(单位: %)



资料来源: 固德威公告, 浙商证券研究所

为测算光伏和储能逆变器结构件的市场规模，我们的主要假设包括：**(1)光伏和储能新增装机**：到2025年全球的光伏逆变器和储能逆变器的新增装机分别为480GW和122GW，四年CAGR为33.7%和90.0%，暂不考虑替换市场；**(2)逆变器单价和毛利率**：不同类型的逆变器单价我们采用典型企业的均值；逆变器行业历史毛利率采用光伏逆变器指数(884977.WI)的中位数，后续小幅度下降；**(3)结构件成本的占比**：2021年结构件在光伏逆变器中成本占比约为21%，由于减量和降本，假设未来四年保持0.5个百分点的速度下降。

我们测算得到，到2025年全球光伏和储能逆变器结构件的市场规模分别为163、158亿元，四年CAGR分别为28%、74%，合计市场规模322亿元，四年CAGR为43%。

表7：全球光伏和储能逆变器结构件的市场规模测算(单位：GW，%，元/W，亿元)

	单位	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2021-2025 CAGR
光伏逆变器							
全球光伏逆变器新增装机	GW	150	250	330	400	480	33.7%
同比	%	17.8%	66.7%	32.0%	21.2%	20.0%	
占比							
集中	%	45.9%	43.8%	41.8%	39.7%	37.5%	
组串	%	51.0%	52.0%	53.0%	54.0%	55.0%	
微逆	%	3.1%	4.2%	5.2%	6.4%	7.5%	
新增装机							
集中	GW	69	109	138	159	180	27.2%
组串	GW	77	130	175	216	264	36.3%
微逆	GW	5	11	17	25	36	66.5%
单价							
集中	元/W	0.217	0.213	0.212	0.205	0.199	-2.2%
组串	元/W	0.230	0.235	0.214	0.202	0.192	-4.5%
微逆	元/W	1.760	1.580	1.350	1.140	0.970	-13.8%
市场规模	亿元	408	706	898	1,051	1,213	31.3%
储能逆变器							
全球储能逆变器新增装机	GW	9	24	46	72	122	90.0%
同比	%	99.9%	152.0%	96.4%	56.0%	68.8%	
单价	元/W	1.234	1.130	1.112	1.024	0.964	-6.0%
市场规模	亿元	115	266	515	739	1,175	78.6%
光伏+储能逆变器市场规模	亿元	524	973	1,412	1,790	2,388	46.1%
逆变器行业平均毛利率	%	29.2%	30.6%	30.1%	29.6%	29.1%	
逆变器结构件							
成本占比	%	21.0%	20.5%	20.0%	19.5%	19.0%	
市场规模	亿元	78	138	197	246	322	42.6%
同比	%		77.8%	42.7%	24.5%	30.9%	
1、光伏逆变器结构件	亿元	61	101	126	144	163	28.1%
2、储能逆变器结构件	亿元	17	38	72	102	158	74.3%

资料来源：固德威、锦浪科技、阳光电源和昱能科技等公司公告，IEA，Wood Mackenzie，GWEC，CNESA，CIAPS，IRENA，浙商证券研究所

3 项目多点开花，新能源产品进入收获期

3.1 兼具冲压和铝挤技术，储备前沿项目

公司的产品覆盖广、客户资源好，已成为众多车企的一级供应商。公司在新能源汽车的电动化和智能化板块均有深厚的产品和客户积累，产品包括动力电池箱体、车身体及汽车智能模块等，客户包括广汽埃安、宁德时代、比亚迪及华为等。此外，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，并已经成为广汽集团、广汽埃安、一汽大众、蔚来汽车、吉利汽车、戴姆勒、比亚迪、小鹏汽车等整车厂商的一级供应商。在储能和光伏领域，公司已经向华为、新能安、Enphase Energy、Larsen、FENECON GmbH 等国内外知名企业供应光伏逆变器、储能机柜、充电桩机箱等相关产品。

表8: 公司供应产品和核心客户

板块	供应产品	主要客户
新能源汽车	动力电池箱体、轻量化车身结构件、热交换系统精密部件、底盘系统部件等产品	广汽埃安、吉利汽车、比亚迪、宁德时代、孚能科技、欣旺达、国轩高科、亿纬锂能等
智能汽车	VGW 智能网联、OBC 车载充电、m POWER 智能电动、AIS 融合感知、ADS 智能驾驶、CDC 智能座舱等模块	华为汽车、德赛西威等
储能光伏	光伏逆变器、储能机柜、充电桩机箱等结构件	华为、新能安、Enphase Energy、Larsen、FENECON GmbH 等

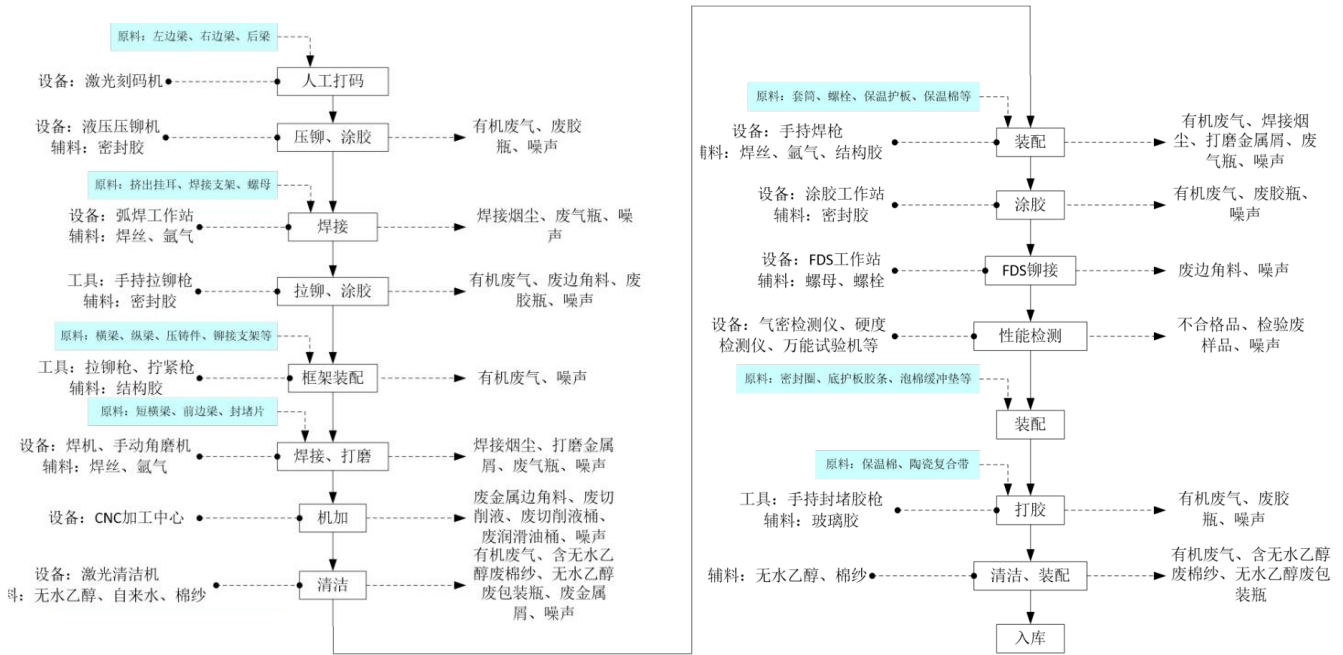
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

拥有先进多样的成型连接技术，与本特勒集团在汽车零部件方面合作。

公司主要以冲压工艺为主，效率更高，成本低，可以针对不同客户的产品在产品结构、工艺技术、性能参数、外型尺寸等方面设计配套解决方案并进行生产。此外，公司拥有先进的模具技术、钢铝连接技术、自冲铆接(SPR)技术和热融自攻丝技术(FDS)技术、搅拌摩擦焊(FSW)技术、热成型及拼焊板技术等，可满足不同客户的不同需求。

在热成型冲压技术，公司与本特勒集团合作，为汽车厂商供应前悬挂、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重要汽车零部件，可为 CTC/CTB 技术提前布局。截止 2022 年 6 月 30 日，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，在高性能数控铣削加工技术、翻孔内攻牙技术、整体冲压成型技术等技术上取得突破，在翻孔工艺、拉伸工艺、多工步级进冲压工艺等工艺技术取得进展。

图18: 公司动力电池箱体的生产工艺流程及产污环节图



资料来源: 公司的宜宾动力电池箱体项目环评, 浙商证券研究所

兼具冲压和铝挤两大工艺, 储备高强钢冲压电池托盘和压铸电池托盘的研发项目。在电池箱体领域, 公司拥有冲压和铝挤两大工艺, 对于 CTP 结构的电池, 行业主流采用 FDS、FSW 等连接技术, 公司储备了丰富的电池箱体连接技术, 能够根据客户需求提供各种电池箱体解决方案, 包括混动电池、纯动力电池的箱体等, 在 CTP3.0 项目上处于打样验证阶段。此外, 公司正与客户共同开发高强钢冲压电池托盘, 在成本和效率上更有优势, 并且有压铸电池托盘的研发项目储备。

表9: 公司部分研发项目(截至 2021 年底)

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	领域
一种深拉伸新能源汽车电 池箱体模具的研发	开发深拉伸成型工艺, 控制拔模角、走料 R 角精度	批量生产阶段	通过深拉伸成型工艺, 实现产品 5 步成型, 提高生产效率	新能源汽车电池箱体
一种新能源汽车全景天幕 顶盖板模具的研发	开发激光拼焊技术和 DIC(数字图像相关性)光学测量方法	批量生产阶段	通过激光拼焊技术, 利用机台气垫和氮气系统控制材料流动, 有效解决金属材料成型开裂问题, 提高材料利用率和生产效率	新能源汽车结构件
一种深拉伸铝合金方盒汽 车模具的研发	开发汽车电池箱体之铝合金方盒的法兰面和方盒面一次拉伸成型工艺	批量生产阶段	通过整体拉伸成型工艺, 减少焊接, 提高产品密封性和生产效率	汽车电池箱体
一种超高强度汽车用机械 手传送模具的研发	开发模具内拉延筋工艺, 控制超高强度钢成型及回弹	批量生产阶段	通过吸盘线机械手实现超高强度钢汽车零部件自动化生产, 提高生产效率	汽车轻量化结构件
一种拉杆式快换结构汽 车散热器主片模具的研发	开发新型拉杆式快换结构和异形翻孔下模加入子工艺	批量生产阶段	通过前述工艺, 实现模具快速换款, 适用于不同型号的汽车散热器主片生产, 提高生产效率	汽车散热系统
一种大型汽车零部件机械 手传送模具的研发	开发拉延同步冲孔技术	批量生产阶段	通过拉延同步冲孔技术, 采用机械手夹持与吸盘相结合, 提高生产效率	汽车零部件
一种内置浮升结构汽 车零件拉延模具的研发	开发汽车轮罩模具内浮升与稳定结构	批量生产阶段	通过模具内增加浮升与稳定结构, 实现自动化取件, 提高生产效率	汽车轮罩零部件

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 订单饱满且长期，配套扩产加速落地

新能源领域获得众多关键定点，量产周期较长。 定点零部件的生产(量产周期)会持续到对应车型的停产，这一周期通常在 2-5 年之间，视对应车型的生命周期而定，部分平台件的量产周期可能长达 5-8 年。在车身零部件业务，公司是广汽埃安、比亚迪、吉利汽车等车企的一级供应商，供应产品包括底盘系统部件、车身结构件、座椅系统部件、热交换系统部件等。在动力电池箱体业务，根据公司披露的定点项目，截至 2022 年 10 月累积获得 24 个以上的项目定点意向书，预计合同金额为 89.3~104.3 亿元，合同期限在 2-10 年。在光伏储能结构件业务，2022 年 1-10 月已披露中标项目金额合计 18.5~19.5 亿元，合同期限在 2-3 年。

表10: 公司公告披露的定点和中标项目梳理(单位: 亿元, 年)

公告时间	业务	详细	金额(亿元)	项目周期(年)
2020/10/22	动力电池箱体	电池箱体, 孚能科技(镇江)	9.3	10
2022/3/17	动力电池箱体	14 个项目定点意向书	30~35	2~8
2022/9/1	动力电池箱体	10 个项目定点意向书	50~60	3~7
2022/6/2	智能光伏	数字能源分布式项目中光伏逆变器	3	3
2022/7/14	储能光伏	分布式小三相 10K 逆变器	4	3
2022/8/25	储能光伏	储能逆变器	4.5	2
2022/9/6	逆变器及储能	商用逆变器及储能产品	7~8	3

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

生产基地贴近客户，加强客户服务和产品开发效率。 公司生产基地布局在华南地区、华北地区、华东地区、西南地区以及墨西哥，分别贴近公司客户的重要生产基地，可有效降低产品的运输费用、缩短供货时间、及时了解客户的需求并迅速调整相应的生产工艺、提前获取新款产品的开发情况和快速调整研发方向。目前主要工厂均已投产，东莞麻涌工厂、四川宜宾工厂和墨西哥工厂有望 2022 年投产。

表11: 公司现有的生产基地贴近不同客户

区域	现有生产基地	进度	主营产品	配套客户
华南	东莞长安工厂	已投产	通信设备精密冲压模具和金属结构件	广汽集团、比亚迪、小鹏汽车、东风日产、时代广汽(宁德时代)、华为和中兴等
	东莞麻涌工厂	2022 年投产	动力电池箱体、轻量化车身结构件、底盘系统部件	
	广州番禺工厂	已投产	动力电池箱体、轻量化车身结构件、底盘系统部件	
华北	苏州常熟工厂	已投产	汽车精密冲压模具和金属结构件	一汽大众、一汽丰田以及佛吉亚等
华东	浙江宁波工厂	已投产	动力电池箱体、轻量化车身结构件、通信设备精密冲压模具和金属结构件	蔚来汽车、吉利汽车、奇瑞捷豹路虎、威睿电池、延锋等
	安徽马鞍山工厂	已投产	通信设备金属结构件	
	天津武清工厂	已投产	汽车金属结构件	
西南	四川宜宾工厂	2022 年投产	动力电池箱体	宁德时代
海外	墨西哥工厂	2022 年投产	汽车金属结构件	延锋, 未来战略客户有特斯拉、奔驰、宝马、佛吉亚、博泽等

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 *注: 进度截至 2022 年 6 月 30 日

产能扩张松弛有度，电池箱体和逆变器结构件产品扩产周期短。在汽车零部件的扩产方面，大型的冲压模具和冲压件的扩产需要定制厂房，产能扩张需要提前半年至一年，因此公司提前布局了这部分的产能。对于动力电池箱体、储能及光伏逆变器等产品，公司可以通过租用厂房，快速扩大产能。

定增加速产能投建，增量较大。2022年9月，公司公告拟定增募资不超过18.38亿元，在扣除发行费用后将用于“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”和“宜宾动力电池箱体生产基地扩建项目”，预计将合计新增产能112.5万套动力电池箱体(根据披露计算)、20万套车身结构件、以及15万套商用逆变器、20万套家用逆变器。

表12: 2022年公司定增募投项目(单位: 万元, 年, 万套)

序号	募投项目	投资总额(万元)	建设期(年)	达产产能	厂房
1	东莞储能、光伏逆变器及动力电池箱体生产基地建设项目	67,228	2	年产54万套动力电池箱体以及15万套商用逆变器、20万套家用逆变器	广东麻涌, 新建厂房
2	广州新能源车身结构件及动力电池箱体产线建设项目	28,879	2	车身结构件、动力电池箱体生产规模分别能够达到20万套、22.5万套	广州, 租赁厂房
3	常熟动力电池箱体生产基地建设项目	33,679	2	年产36万套动力电池箱体	新建厂房
4	宜宾动力电池箱体生产基地扩建项目	54,029	2	-	租赁厂房
合计		183,815			

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 通信设备绑定华为，有望受益信创推进

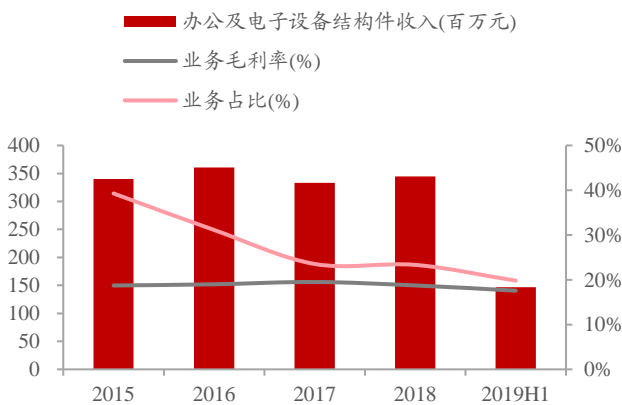
公司的早期业务主要包括各类办公及电子设备结构件，如打印机、复印机、投影仪等设备的金属结构件，是东芝、佳能、京瓷、爱普生、理光等全球知名厂商的供应商。根据公司官网，公司在办公、金融、电子、通讯、医疗、散热器、家居等方面均具有丰富的产品储备，目前看公司传统业务的毛利率较稳定，但办公及电子设备结构件的收入占比从2015年的39%下降至2019年上半年的20%，办公及电子设备&通信设备模具的收入占比一直处于低个位数，公司正在加快转向新能源领域。

图19: 公司在通信、办公及电子设备等行业的部分产品



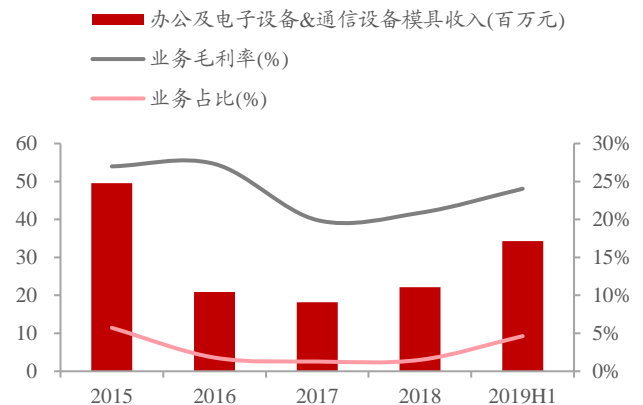
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图20: 公司办公及电子设备结构件的收入、毛利率和占比(单位: 百万元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图21: 公司办公及电子设备、通信设备模具的收入、毛利率和占比(单位: 百万元, %)

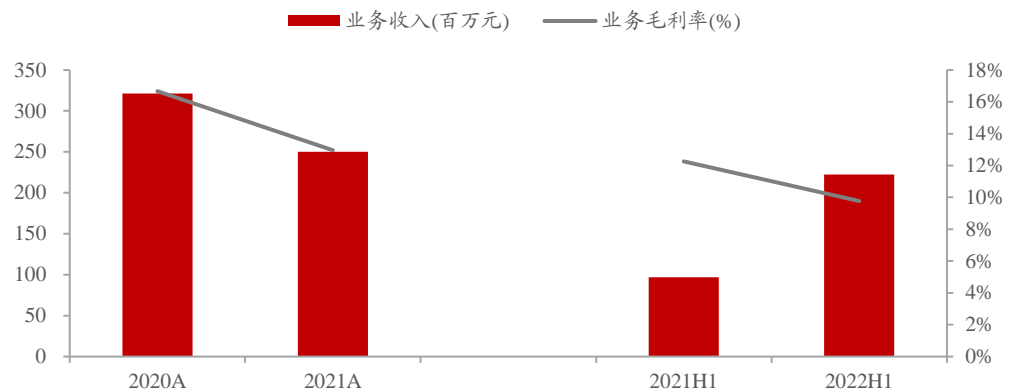


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

通信设备的客户包括华为、中兴等，受益 5G 和信创产业发展。在通信设备领域，公司向华为、中兴、长城等企业供应的户外基站金属结构件、IDC 机箱、功能性插箱等产品，可用于 5G 基站和数据中心建设。公司的通信设备业务包括 5G 设备和信创产品，2022 年上

半年实现收入 2.23 亿元，同比增长 129.31%，毛利率为 10%，盈利能力相对平稳，业务经营良性。

图22：公司的通信设备(5G、信创)精密冲压模具和金属结构件的收入和毛利率(单位：百万元，%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

公司业务主要包括新能源汽车和燃油车的车身结构件、动力电池箱体、储能设备结构件、通信设备结构件和办公及电子设备结构件，其中新能源汽车、动力电池和储能设备是公司重点发展的业务，受益于客户加速拓展、在手订单饱满，产能大量落地。

- (1) 汽车车身结构件：**目前公司在手订单饱满且在持续增长，广州新能源车车身结构件 20 万套产能项目正在建设中，预计将从 2023 年开始放量，新能源汽车产品收入占比也将快速提升，单价方面保持幅度为-3%的年降，毛利率方面随着产品结构升级和产能规模效应而小幅提升，预计 2022-2024 年新能源汽车车身结构件的收入分别为 11.35、22.35、34.19 亿元，同比增速分别为 50.83%、96.82%、53.00%，毛利率分别为 20.00%、20.50%、21.00%。公司的燃油车车身结构件业务不是重点，预计 2022-2024 年业务收入分别为 6.96、7.85、8.28 亿元，保持低个位数增长，毛利率维持在偏低且平稳的水平。
- (2) 动力电池箱体：**公司已进入宁德时代、孚能科技等客户供应链，在手订单饱满，定增项目共 112.5 万套产能(按照披露计算)正加快建设，生产基地紧贴客户需求，并增加供应液冷板等零部件，预计 2022-2024 年动力电池箱体销量分别为 50、130、180 万套，单价方面保持幅度为-3%的年降，毛利率方面随着 CTP 电池渗透和产能规模效应而小幅提升，预计 2022-2024 年动力电池箱体的收入分别为 12.13、30.58、41.07 亿元，同比增速分别为 678.49%、152.20%、34.31%，毛利率分别为 22.00%、22.50%、23.00%。
- (3) 储能设备结构件：**公司是华为、新能安等大客户的供应商，产品覆盖户储和大储，随着产能投放满足订单，公司收入有望迎来快速增长，毛利率也将逐步提升，预计 2022-2024 年储能设备结构件的收入分别为 4.52、14.26、18.75 亿元，同比增速分别为 155.02%、215.55%、31.51%，毛利率分别为 15.56%、15.86%、16.16%。

- (4) **通信设备结构件**: 公司绑定华为和中兴, 产品包括户外基站金属结构件、IDC 机箱、功能性插箱等, 有望受益于 5G 基站和数据中心建设。考虑到行业发展平稳, 预计 2022-2024 年通信设备结构件的收入分别为 2.55、2.59、2.64 亿元, 同比增速均为 1.85%, 毛利率分别为 9.76%、10.06%、10.36%。
- (5) **办公及电子设备结构件**: 该业务发展较平稳, 预计 2022-2024 年办公及电子设备结构件的收入在 3 亿元左右, 同比增速约为-0.09%, 毛利率维持在 15%~16%之间。

表13: 公司的业务拆分(单位: 百万元, %)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
公司整体					
营业收入(百万元)	1,839.38	2,370.77	4,061.53	8,074.02	10,804.61
同比(%)		28.89%	71.32%	98.79%	33.82%
毛利率(%)	21.40%	16.45%	17.43%	18.94%	19.73%
新能源车车身结构件					
业务收入(百万元)	418.12	752.84	1,135.49	2,234.83	3,419.39
同比(%)		80.05%	50.83%	96.82%	53.00%
毛利率(%)	26.83%	19.07%	20.00%	20.50%	21.00%
燃油车车身结构件					
业务收入(百万元)	729.56	699.53	695.95	785.21	828.30
同比(%)		-4.12%	-0.51%	12.83%	5.49%
毛利率(%)	21.18%	12.38%	10.00%	10.50%	11.00%
动力电池箱体					
业务收入(百万元)		155.75	1,212.50	3,057.93	4,107.03
同比(%)			678.49%	152.20%	34.31%
毛利率(%)		21.96%	22.00%	22.50%	23.00%
储能设备结构件					
业务收入(百万元)	166.98	177.20	451.89	1,425.93	1,875.25
同比(%)		6.12%	155.02%	215.55%	31.51%
毛利率(%)	13.77%	14.83%	15.56%	15.86%	16.16%
通信设备结构件					
业务收入(百万元)	321.26	250.03	254.66	259.37	264.16
同比(%)		-22.17%	1.85%	1.85%	1.85%
毛利率(%)	16.67%	12.96%	9.76%	10.06%	10.36%
办公及电子设备结构件					
业务收入(百万元)	194.08	311.32	311.04	310.76	310.48
同比(%)		60.41%	-0.09%	-0.09%	-0.09%
毛利率(%)	21.12%	13.81%	15.81%	15.51%	15.21%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5.2 估值与投资意见

冲压模具和结构件老兵，新能源车和光储业务带来新生命力。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.57、6.13、9.09 亿元，对应 EPS 分别为 1.44、3.44、5.10 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 35、15、10 倍。我们选取汽车零部件和动力电池箱体板块的文灿股份、铭利达、和胜股份和常青股份作为可比公司，2022-2024 年同行业平均 PE 分别为 42、23、15 倍，综合行业平均情况和公司的高成长性，我们给予公司 2023 年 PE 23 倍，对应市值 141 亿元，目标价 79.1 元，对应当前市值有 55% 的空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表14：可比公司估值（单位：亿元、元/股、倍）

代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS (元/股)				PE			
		2022/11/18	(亿元)	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603348.SH	文灿股份	66.50	175	0.37	1.40	2.32	3.31	180	48	29	20
603197.SH	保隆科技	44.41	178	0.37	0.82	1.55	2.39	120	54	29	19
002824.SZ	和胜股份	30.85	62	1.03	1.53	2.46	3.45	30	20	13	9
603768.SH	常青股份	18.28	37	0.29	0.40	0.83	1.41	63	46	22	13
平均值								42	23	15	
002965.SZ	祥鑫科技	51.05	91	0.36	1.44	3.44	5.10	142	35	15	10

资料来源：Wind，浙商证券研究所 *注：可比公司的盈利预测采用 Wind 一致预期

6 风险提示

行业竞争加剧风险

公司所处的冲压模具和金属结构件行业的参与者众多，市场格局较分散，随着新能源市场的快速发展，新进入者数量也不断增多，行业竞争日益激烈。如果公司不能在日趋激烈的市场中提升产品竞争力，将面临产品市场份额下降的风险，最终影响公司业绩。

原材料价格波动风险

公司产品的主要原材料为钢材、铝材等金属材料，直接材料成本占营业成本的比重超过 50%。公司与主要客户建立了价格联动机制，未来原材料价格大幅波动，而公司不能将原材料价格波动影响及时传导到下游市场，会对公司的毛利率水平和盈利能力造成一定的影响。

新增项目建设不及预期风险

公司 2022 年 9 月定向募投项目中将建设东莞储能、光伏逆变器及动力电池箱体生产基地、广州新能源车身结构件及动力箱体产线、常熟动力电池箱体生产基地项目与宜宾动力电池箱体生产基地扩建项目。在项目建设过程中工程组织、建设进度、管理能力、预算控制等都存在不确定性因素，这将影响募集资金投资项目的实施进度，从而影响预期效益。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2818.18	3327.05	6656.79	7581.32
现金	356.97	480.40	576.96	916.81
交易性金融资产	726.77	200.00	200.00	200.00
应收账款	878.71	1447.88	2876.29	3852.70
其它应收款	6.45	8.31	22.01	26.98
预付账款	19.51	27.95	61.87	79.91
存货	805.88	1137.43	2893.31	2477.27
其他	23.89	25.08	26.34	27.66
非流动资产	1054.01	1268.72	1498.00	1705.08
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	9.79	5.04	6.72	7.18
固定资产	480.44	623.00	789.78	961.25
无形资产	184.82	181.46	178.06	174.52
在建工程	106.30	178.15	214.07	232.04
其他	272.65	281.08	309.38	330.09
资产总计	3872.19	4595.78	8154.79	9286.40
流动负债	1314.10	1987.25	4803.77	5022.26
短期借款	30.03	51.44	1012.11	23.91
应付款项	1059.58	1767.61	3505.17	4618.68
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	224.49	168.20	286.50	379.67
非流动负债	663.80	393.14	522.20	526.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	663.80	393.14	522.20	526.38
负债合计	1977.90	2380.39	5325.98	5548.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权	1894.29	2215.39	2828.81	3737.76
负债和股东权益	3872.19	4595.78	8154.79	9286.40

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(14.39)	(8.61)	(680.50)	1634.65
净利润	64.08	257.15	613.42	908.95
折旧摊销	16.80	46.76	58.43	71.69
财务费用	37.68	22.13	42.25	38.15
投资损失	4.35	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	133.30	88.87	360.09	160.49
其它	(270.60)	(423.52)	(1754.68)	455.36
投资活动现金流	(495.77)	273.72	(259.40)	(258.05)
资本支出	(88.75)	(250.00)	(250.00)	(250.00)
长期投资	(4.47)	4.75	(1.68)	(0.47)
其他	(402.54)	518.96	(7.73)	(7.59)
筹资活动现金流	(16.69)	(141.67)	1036.46	(1036.74)
短期借款	15.02	21.41	960.67	(988.20)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(31.70)	(163.08)	75.80	(48.55)
现金净增加额	(526.85)	123.44	96.56	339.85

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2370.77	4061.53	8074.03	10804.63
营业成本	1980.68	3353.76	6545.02	8673.26
营业税金及附加	9.55	19.90	37.58	48.91
营业费用	25.54	32.49	64.59	86.44
管理费用	162.92	207.14	411.78	551.04
研发费用	95.51	142.15	282.59	378.16
财务费用	37.68	22.13	42.25	38.15
资产减值损失	21.68	1.53	15.32	41.13
公允价值变动损益	25.92	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(4.35)	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	5.08	4.12	4.72	4.59
营业利润	63.85	286.54	679.62	992.13
营业外收支	3.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.56	286.54	679.62	992.13
所得税	3.48	29.40	66.21	83.18
净利润	64.08	257.15	613.42	908.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	64.08	257.15	613.42	908.95
EBITDA	80.36	352.16	775.57	1097.08
EPS(最新摊薄)	0.36	1.44	3.44	5.10

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	28.89%	71.32%	98.79%	33.82%
营业利润	-68.14%	348.75%	137.18%	45.98%
归属母公司净利润	-63.53%	301.27%	138.55%	48.18%
获利能力				
毛利率	16.45%	17.43%	18.94%	19.73%
净利率	2.70%	6.33%	7.60%	8.41%
ROE	3.40%	12.51%	24.32%	27.68%
ROIC	2.90%	11.82%	16.55%	24.38%
偿债能力				
资产负债率	51.08%	51.80%	65.31%	59.75%
净负债比率	2.95%	2.56%	19.24%	0.73%
流动比率	2.14	1.67	1.39	1.51
速动比率	1.53	1.10	0.78	1.02
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.96	1.27	1.24
应收账款周转率	3.89	4.27	4.57	3.92
应付账款周转率	2.85	3.16	3.34	2.85
每股指标(元)				
每股收益	0.36	1.44	3.44	5.10
每股经营现金	-0.08	-0.05	-3.82	9.17
每股净资产	12.34	12.43	15.87	20.96
估值比率				
P/E	141.03	35.15	14.73	9.94
P/B	4.11	4.08	3.19	2.42
EV/EBITDA	37.01	24.02	12.05	7.33

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>