

推荐（上调）

轻量化赛道排头兵，一体压铸引领行业

风险评级：中风险

文灿股份（603348）深度报告

2022年12月28日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

主要数据

2022年12月27日

收盘价(元)	61.77
总市值(亿元)	162.8
总股本(亿股)	2.64
流通股本(亿股)	2.61
ROE (TTM)	8.55%
12月最高价(元)	99.00
12月最低价(元)	28.48

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

■ **深耕行业二十余年，轻量化零部件领先企业。**公司成立于1998年，主要从事汽车铝合金精密铸件产品的研发、生产和销售。公司为了整合完整铸造工艺方式及布局全球生产基地，收购法国百炼集团，现已掌握高压铸造、低压铸造和重力铸造等工艺方式，主要应用于生产汽车发动机系统、变速箱系统、三电系统、制动系统、车身结构件及其他汽车零部件。公司积极布局一体压铸技术，在车身结构件制造领域拥有多项技术壁垒，采购多台大型压铸机并顺利完成试制，有望成为公司新一轮盈利增长点。

■ **一体压铸推动汽车制造变革，有效满足轻量化需求。**面对日益严苛的节能减排压力和新能源汽车性能提升需求的双重推动下，汽车轻量化已成为当前汽车制造的主流趋势。一体化压铸技术取代传统车身制造流程的冲压、焊接环节，在材料、工艺和结构端实现车身的轻量化制造。同时，一体化压铸技术能实现制造流程的降本增效，高度契合新能源车企发展需求。我们认为未来随着新能源汽车发展，将推动一体化压铸技术渗透率的提升，公司掌握多项一体化压铸技术优势并且具备量产能力，有望驱动公司业绩增长。

■ **国内行业集中度较低，整体竞争激烈。**随着中国整体工业化水平的提高，国内铸造产业实现了长足发展，并成为世界铸造大国，全球市场规模排名第一。相较于国外铸造业的高集中度，国内精密铸造行业集中度较低，企业规模相对较小。汽车零部件作为精密铸造产品的重要应用领域，随着汽车轻量化发展进程推进，传统冲压成型的钢制零部件逐渐被轻量化铝合金压铸零部件所替代，车用铝制零部件渗透率将持续提升，发展前景广阔。

■ **2022年前三季度公司业绩呈恢复性增长。**公司前三季度营收和利润同比增幅较大，业绩持续修复转好，主要系新能源汽车客户的新车型上市带动公司产量提升。公司毛利率和净利率稳步提升，主要是公司完成子公司收购后，协同效应逐渐放量，多项费用呈下降趋势。展望四季度及2023年，随着多项一体压铸项目进入投产阶段，有望为公司营收增长保驾护航。

■ **投资建议：**我们认为随着一体压铸技术逐步应用投产，公司在车身结构件和电池盒领域将持续放量，将拉动公司营收增长。公司与子公司的协同效应渐入佳境，压铸工艺相互补齐，期间费用率不断优化，有望提升公司业绩水平。预计2022-2024年EPS分别为1.33元、2.27元、3.39元，对应PE分别为46倍、27倍、18倍，上调至推荐评级。

■ **风险提示。**原材料价格大幅上涨风险；新能源汽车销量不及预期风险；汇率波动风险；资产及业务规模扩大的管理风险。

目 录

1. 深耕压铸行业多年，一体压铸领先企业	4
1.1 深耕行业二十年，压铸工艺全覆盖	4
1.2 主营汽车类压铸件，产品体系完整丰富	5
1.3 具备完整工艺能力，车身结构件领域拥有先发优势	7
2. 一体化压铸降本增效，高度契合汽车轻量化需求	9
2.1 新能源汽车超预期增长，轻量化需求凸显	9
2.2 一体化压铸技术正掀起汽车制造革命	10
2.3 利好政策出台，助力一体压铸发展	12
2.4 未来有望扩大应用场景，进一步提升单车价值	12
3. 国内铸造行业集中度较低，整体竞争激烈	13
3.1 中国是铸件产量第一大国	13
3.2 车用铝制零部件渗透率持续提升	14
3.3 头部厂商积极布局一体压铸技术	17
4. 协同效应渐入佳境，多项财务指标持续改善	18
4.1 2022 年前三季度公司业绩呈恢复性增长	19
4.2 2022 年前三季度公司盈利能力持续修复	20
4.3 期间费用率呈下降趋势	22
5. 投资建议	23
6. 风险提示	24

插图目录

图 1：公司股权结构图	5
图 2：公司历年营收构成（%）	7
图 3：2021 年公司营收构成（%）	7
图 4：传统压铸技术与真空压铸技术生产的发动机托架对比	8
图 5：2021-2022 年新能源汽车月度销量及同比（万辆，%）	9
图 6：2021-2022 年新能源汽车月度渗透率（%）	9
图 7：特斯拉 Model 3 和 Model Y 车身零部件构成对比	11
图 8：大型压铸件对应压铸机锁模力预测（吨）	13
图 9：2020 年全球各国铸件产量占比	14
图 10：2016-2020 年中国铸造件产量	14
图 11：2020-2030 年各车型单车用铝量预测（千克/辆）	15
图 12：公司与可比公司营业收入（亿元）	20
图 13：公司与可比公司归母净利润（亿元）	20
图 14：2017-2022Q1-Q3 中国乘用车产量（万辆）	21
图 15：2017-2022Q1-Q3 中国铝锭价格（元/吨）	21
图 16：公司与可比公司毛利率（%）	21
图 17：公司与可比公司净利率（%）	22
图 18：2017-2022Q1-Q3 期间费用率（%）	22
图 19：2017-2022Q1-Q3 研发费用率（%）	23
图 20：2017-2022Q1-Q3 销售费用率（%）	23
图 21：2017-2022Q1-Q3 管理费用率（%）	23
图 22：2017-2022Q1-Q3 财务费用率（%）	23

表格目录

表 1：公司发展历程	4
表 2：公司产品图谱	5
表 3：节能与新能源汽车技术路线 2.0	9
表 4：一体化压铸技术的优势体现	11
表 5：广州市符合补贴政策的相关车型节选	12
表 6：新能源汽车铝合金零部件渗透率（%）	15
表 7：燃油汽车铝合金零部件渗透率（%）	15
表 8：2020-2025 年国内车用铝合金压铸市场空间预测	16
表 9：各压铸厂布局大型压铸机情况	18
表 10：文灿股份与可比公司简况	19
表 11：公司盈利预测简表	25

1. 深耕压铸行业多年，一体压铸领先企业

1.1 深耕行业二十年，压铸工艺全覆盖

文灿股份成立于 1998 年，是国内领先的汽车铝合金铸件研发制造企业之一。2018 年，公司在上交所成功上市。经过 24 年在汽车压铸行业的深耕，公司已掌握高压铸造、低压铸造和重力铸造等工艺方式，主要从事汽车铝合金精密铸件产品的研发、生产和销售，主要应用于传统燃油汽车和新能源汽车的发动机系统、变速箱系统、三电系统、制动系统、车身结构领域及其他汽车零部件等。

依托公司在技术研发、产品质量管理等方面的综合优势，与国内外知名汽车整车厂商以及零部件供应商建立了稳固的合作关系，如大众、奔驰、宝马、奥迪、雷诺等国际知名整车厂商，特斯拉、蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车、广汽新能源等新能源汽车厂商，比亚迪、吉利、长城汽车、赛力斯等国内知名整车厂商，以及采埃孚（ZF）、博世（BOSCH）、大陆（Continental）、麦格纳（MAGNA）、法雷奥（VALEO）、本特勒（Benteler）等全球知名一级汽车零部件供应商。同时公司在 2021 年与亿纬锂能、欣旺达及阳光电源等知名电池厂商建立了合作关系。

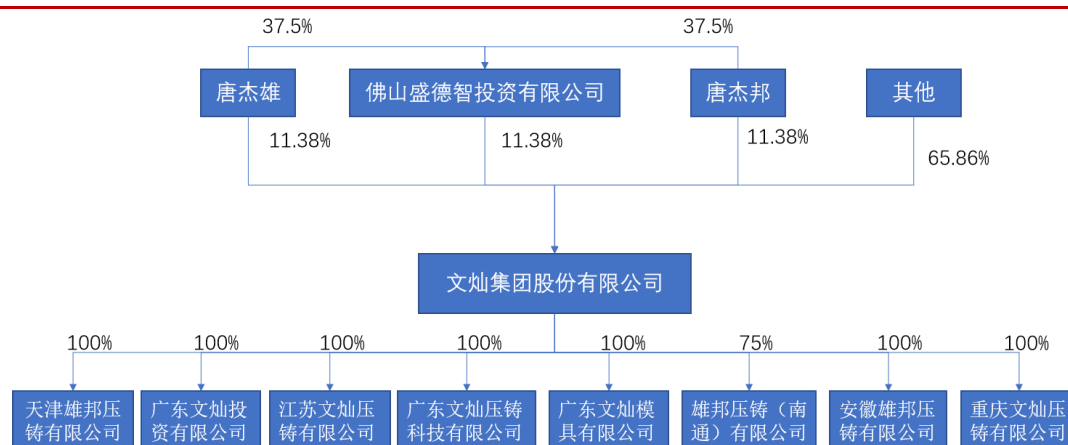
表 1：公司发展历程

时间	事件
1998 年	成立前身公司
2004 年	公司名称变更为“广东文灿压铸有限公司”
2012 年	文灿有限公司吸收合并南海雄邦
2014 年	文灿有限公司整体变更为股份公司
2015 年	文灿股份新三板挂牌
2018 年	文灿股份登录上交所 A 股
2020 年	完成对法国百炼集团的收购
2021 年	完成 6000T 压铸设备的试制
2022 年	完成 9000T 压铸设备的试制

资料来源：公司官网，东莞证券研究所整理

公司为家族制企业，股权较为集中，公司控股股东及实际控制人为唐杰雄先生和唐杰邦先生，二人为堂兄弟关系，且互为一致行动人。唐杰雄、唐杰邦直接和间接持有公司股份合计 34.14%。唐杰雄和唐杰邦分别直接持有公司 11.38%的股份，二人合计持有佛山市盛德智投资有限公司 75%的股权对其实行控制，通过盛德智间接持有公司 11.38%的股权。

图 1：公司股权结构图



数据来源：公司年报，东莞证券研究所

1.2 主营汽车类压铸件，产品体系完整丰富

公司主营汽车类压铸件，涵盖发动机系统、电子控制系统、传动系统、底盘转向系统、制动系统、空气管理系统、雨刮系统和车身结构件。2021 年公司汽车类压铸件营收占总营收的 97%。其中，在车身结构件产品领域良品率超 90%，在大型一体化结构件领域具备先发优势。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，下一步将进入量产阶段。2022 年上半年，车身结构件产品营收占主营业务收入（扣除百炼集团收入）的 32.55%，同比增长 48.44%。

表 2：公司产品图谱

公司产品类别	细分产品	展示图	
发动机系统	发动机壳体、凸轮轴承盖、泵类、机油冷却支架		
电子控制系统	启动马达、电机罩、控制系统零件		
传动系统	变速箱壳体、离合器壳体、拨鼓、拨叉、阀体		
底盘转向系统	动力转向器壳体		

制动系统 法兰、中气室、活塞



空气管理系统 空调压缩机壳体



雨刮系统 雨刮系统零件



车身结构件 汽车底盘后桥横梁、车体前纵梁、车体 B 柱、车架纵架



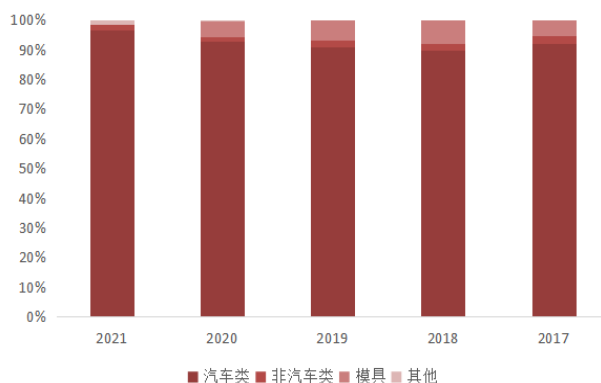
非汽车类压铸件 游艇驱动轴壳体、游艇发动机盖、散热片



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

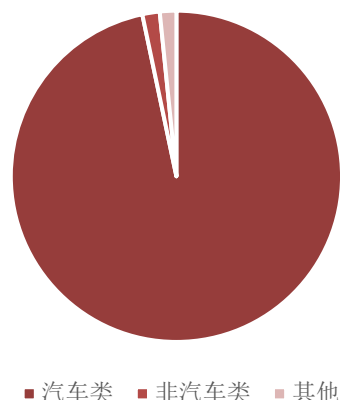
由于公司在 2020 年完成了对法国百炼集团的收购，2021 年公司在营业收入和营收构成分类出现了较大的变化。但汽车类压铸件业务仍为公司的绝对核心业务，占比超 90%。2021 年，汽车类业务营收占比为 96%，同比上升 3.81pct。主要为新能源汽车市场景气度不断上行，公司利用在车身结构件及大型一体化结构件产品领域积累深厚的基础和产品经验，积极拓展新能源汽车主机厂商客户，下游新能源汽车主机厂产量提升带动公司车身结构件业务的增长。

图 2：公司历年营收构成（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：2021年公司营收构成（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

1.3 具备完整工艺能力，车身结构件领域拥有先发优势

（1）公司具备完整的工艺能力，进一步提升成长空间

当前铝合金铸造工艺可分为高压铸造、低压铸造和重力铸造，在汽车零部件的铝铸件生产中，三种铸造工艺互相不可替代，属于相互补充的工艺形式。公司传统的技术优势为高压铸造，同时设立子公司江苏文灿专注于发展低压铸造工艺。公司 2020 年完成了对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，产品工艺主要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，实现了技术工艺的补齐，产品品类得以扩充，具体包括新增涡轮增压系统产品线，以及更复杂的铝合金轻量化刹车件、底盘结构件等。子公司百炼集团在继续深耕重力铸造和低压铸造的同时，结合母公司成熟的高压铸造工艺，加快扩张北美客户订单落地，公司计划 2023 年将在法国百炼集团匈牙利工厂导入超大型一体化高压铸造生产线，以进一步提升公司在欧洲市场高压铸造的服务能力。

（2）车身结构件产品具备高技术壁垒，公司拥有先发优势

车身结构件主要负责汽车支撑及抗冲击，对抗拉强度、延伸率、屈服强度都有着极高的要求，使得材料制备和压铸难度高于其他零部件。真空高压铸造工艺在与普通压铸相比，压铸强度更大，且压铸过程采用真空处理，排除了型腔中的空气，使得金属液体能在真空状态下完成充填型腔，有效减少压铸件的气泡含量，同时铸件可以进行热处理，使得其力学性能优于普通压铸件。

车身结构件生产过程中结合了材料、模具、设备定制和工艺等各项技术能力，包含许多 know-how，因此技术壁垒较高。技术壁垒主要来自于：

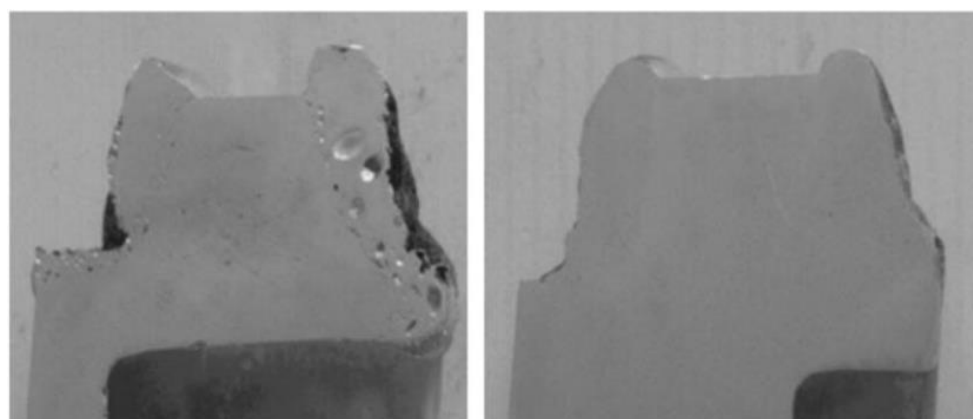
① 模具设计壁垒：大型一体化车身结构件对模具的精度要求较高，由于模具内部结构复杂、充型距离长、流路变化多，考验模具的设计研发能力。公司在压铸模具

的开发与生产存在较高的壁垒，公司所有车身结构件项目的模具均为自主研发制造，子公司文灿模具积累了大量车身结构件的项目经验。

② 材料制备壁垒：车身结构件对汽车起支撑、抗冲击的作用，因此对抗拉强度、延伸率、屈服强度都有着极高要求。目前公司掌握车身结构件铝合金材料的制备技术和材料性能最稳定的核心参数。

③ 压铸工艺壁垒：公司采用高真空压铸技术生产车身结构件，高真空压铸技术是在液体合金材料填充型腔之前和填充过程中有效地排除型腔中的气体，从而有效地减少铸件生产过程中产生的气孔和溶解气体，该技术使型腔真空度可以做到 30 毫巴以下，压铸出来的产品可以用于热处理，更好地提高压铸件力学性能和表面质量。同时公司开发和量产的车身结构件系列涉及广泛，涉及的产品有车门框架、前后梁及侧梁、前后减震塔、扭力臂、扭力盒支架、A 柱、D 柱等，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，在铝合金压铸件的车身结构件方面形成先发优势。

图 4：传统压铸技术与真空压铸技术生产的发动机托架对比



采用传统压铸技术生产的发动机托架

采用真空压铸技术生产的发动机托架

数据来源：压铸杂志，东莞证券研究所

为进一步顺应行业发展趋势，推进公司大型一体化结构件产品的发展，从材料、模具、设备等多方面进行大型一体化结构件产品的研发。公司先后向力劲科技集团采购 2 套 6000T、2 套 7000T 和 3 套 9000T 大型压铸单元，用于大型一体化结构件的研发和制造。公司目前已经获得大型一体化结构件后地板项目、前总成项目、上车身一体化项目的定点，在大型一体化结构件产品领域公司处于行业领先地位。

（3）积极布局全球生产基地，优化物流运输成本

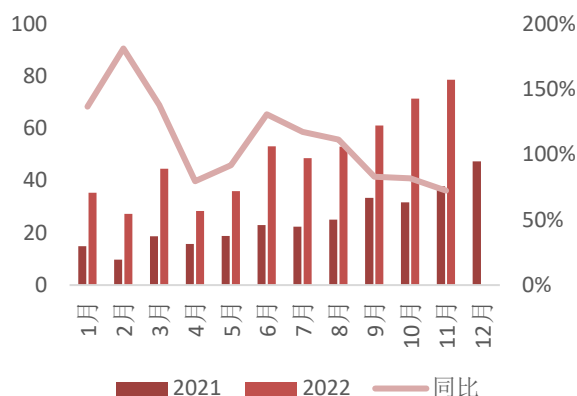
公司总部位于广东佛山，并在江苏南通、宜兴和天津设有全资子公司，在珠三角、长三角、环渤海地区均有产业布局。同时，公司子公司法国百炼集团在全球拥有 12 个生产基地，分布墨西哥、中国（武汉、大连、无锡）、法国、匈牙利、塞尔维亚等国家，具有先进的生产设备和综合性的生产能力。公司通过法国百炼集团的收购，有利于进一步拓展国内与国际市场，地理位置临近各大汽车主机厂，有利于降低公司物流运输成本。

2. 一体化压铸降本增效，高度契合汽车轻量化需求

2.1 新能源汽车超预期增长，轻量化需求凸显

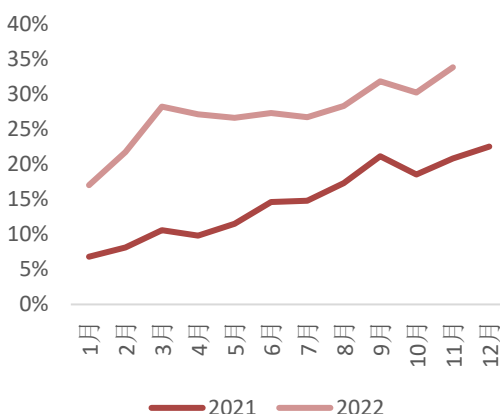
根据中汽协数据统计，2021 年国内新能源汽车产销分别完成 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比分别增长 120%和 113.9%。2022 年 1-11 月，新能源汽车产销分别完成 625.3 万辆和 606.7 万辆，同比均增长 1 倍。尽管 2022 年上半年受到疫情局部散发的影响，阻碍汽车行业正常生产经营，但得益于国内日渐完善的供应链体系及国内较强的经济韧性，新能源汽车仍能保持超预期增长，推动汽车产业转向电动化智能化进程。

图 5：2021-2022 年新能源汽车月度销量及同比（万辆，%）



数据来源：中汽协，东莞证券研究所

图 6：2021-2022 年新能源汽车月度渗透率（%）



数据来源：中汽协，东莞证券研究所

汽车轻量化是指在保持汽车的强度和安全性能不降低的前提下尽可能地降低汽车车身质量。在节能减排压力和新能源汽车性能提升需求的双重推动下，汽车轻量化进程正在加速，渗透率有望持续提升。若燃油汽车整车重量每降低 10%，油耗降低 6%-8%；如果新能源汽车减重 100kg，续航里程将提升 10-11%，同时能有效降低电池成本和日常损耗成本。根据中国汽车工程协会发布《节能与新能源汽车技术路线 2.0》，我国至 2025、2030 和 2035 年燃料消耗目标值分别为 4.6L/100km、3.2L/100km、2.0L/km。同时，美国、欧盟、日本等主要汽车制造经济体也在逐步收紧乘用车油耗标准。面对日益严苛的排放标准，轻量化技术能够提升动力系统的工作效率，从而实现减少能量消耗、提升续航里程，各大主机厂加速轻量化布局。

表 3：节能与新能源汽车技术路线 2.0

时间	2025 年	2030 年	2035 年
乘用车（含新能源）	4.6L/100km	3.2L/100km	2.0L/100km
商用车	货车油耗较 2019 年减低 8%以上	货车油耗较 2019 年减低 10%以上	货车油耗较 2019 年减低 15%以上
	客车油耗较 2019 年降低 10%以上	客车油耗较 2019 年降低 15%以上	客车油耗较 2019 年降低 20%以上
传统燃油车	5.6L/100km	4.8L/100km	4L/100km
节能汽车	混动新车占传统燃油乘用车的 50%以上	混动新车占传统燃油乘用车的 75%以上	混动新车占传统燃油乘用车的 100%

新能源汽车

新能源汽车占总销量 20%
左右新能源汽车占总销量 40%
左右新能源汽车占总销量 50%
以上

资料来源：中国汽车工程学会，东莞证券研究所

轻量化技术包含：材料的轻量化、工艺的轻量化、结构的轻量化。在轻量化金属中，铝合金材料具有低密度、易成型、高强度、耐腐蚀等特点。在大幅降低车身重量的同时兼具突出的安全性能，已成为当前汽车轻量化技术发展中的首选材料。奥迪最早采用全铝车身生产其 A8 系列旗舰车型，使其白车身重量由原先 300kg 以上减少至 215kg。但受限于铝合金表面高熔点氧化层及低韧性等特点，使用冲压焊接工艺加工难度大且生产效率低，制造难度和成本远高于钢制白车身，因而阻碍全铝车身渗透率的提升。

而将铝合金熔化并压铸成型能有效解决上述难点，使得推广铝制车身成为可能。压铸全称为压力铸造，是一种将金属熔液压入钢制模具内施加高压并冷却成型的一种精密铸造工艺。一体压铸成型省去后续切削流程，替代传统的冲压焊接环节，生产的零部件具备高精度、轻巧、美观等优势。但受限于钢制模具熔点，压铸工艺主要会采用铝合金、锌合金、镁合金等低熔点有色金属材料，其中铝合金的使用占比最高。目前，铝合金压铸件主要应用在动力系统、底盘系统和车身三个领域，生产过程集合了材料、模具、设备定制和工艺（压铸工艺和热处理工艺）等各项技术能力，技术壁垒较高。

2.2 一体化压铸技术正掀起汽车制造革命

传统车身主要为钣金焊接结构，制造工艺分为冲压、焊接、涂装、总装等四大环节。（1）冲压：因外覆盖件设计整车造型，主机厂的冲压车间主要负责生产高质量要求的大型外覆盖件（侧围、发动机盖、翼子板、门外板等）。除去外观覆盖件外，主机厂将会其他车身结构、悬架结构、座椅等内部零件由第三方零部件供应商负责制造。

（2）焊装：焊装车间在接收到冲压车间的覆盖件和供应商的结构件、分总成后，将之组装链接在一起，形成汽车的白车身总成，焊装包括焊接、铆接（钢铝搭接处使用）、涂胶（密封胶负责密封、结构胶负责粘接）等方式。（3）涂装：涂装车间负责对焊接完成后的白车身进行防腐和喷漆处理。（4）总装：总装车间负责将电气、内外饰、动力总成等零部件组装到涂装后的白车身上。

上述整个环节涉及上千的焊接点、数百个零部件，每个零部件的组装误差都将影响整车精度，因而在汽车组装时需要进行大量的调试与匹配，一般经历三轮、六个月的匹配调试，工艺复杂耗时。此外，主机厂需组建繁杂的零部件供应体系，管理各零部件的供应情况。

一体化压铸成型技术在轻量化领域的革新，来源于特斯拉。2020 年，为缓解产能瓶颈，特斯拉 Model Y 采用一体化压铸后地板总成，将多个零件重新设计，一次压铸成型，车身零件数量比 Model 3 减少 79 个，焊点大约由 700-800 个减少到 50 个，下车体总成重量降低 30%，将制造成本降低 40%。此举免去了多个零部件的调试与匹配，提升工艺精度的同时节省组装成本，并实现厂内直接供货。同时一体压铸技术采用铝合金作为车身制造的主要材料，推动单车用铝量的提升。

图 7：特斯拉 Model 3 和 Model Y 车身零部件构成对比

SIMPLIFICATION OF VEHICLE STRUCTURE AND MANUFACTURING



数据来源：特斯拉官网，东莞证券研究所

一体化压铸推动轻量化同时，能实现降本增效以提升主机厂产能。相较于传统冲压焊接工艺，采用压铸工艺能有效减少边角废料。传统冲压裁剪剩余边料只能按废旧金属出售，原材料利用率仅为 60-70%。而在压铸生产流程中，可将剩余边料和良品率不达标产品反复熔炼回炉重造，使得材料利用率超 95%，有效降低生产成本。

高自动化生产，节省人力成本。当压铸机运作时，先将熔融的液态铝合金倒入压铸机的压射机构内，压射机构将铝液推入模具内并加压成型，通过模具内的冷却系统将铝合金零件快速冷却至固态，最后打开模具由机器臂取出零件、清除喷涂脱模剂再进行下一个生产循环，整个制造流程将以往 1-2 小时的制造时长缩短至 3-5 分钟。由于生产过程中温度高、烟气多、噪声大等特点，大型压铸机一般采用高自动化生产，能有效降低车间工人数量。同时由于焊接点的减少，简化了原有的焊接生产线，进一步降低生产线的占地面积。特斯拉采用压铸工艺的生产线比传统生产方案节省约 35% 的占地面积。

表 4：一体化压铸技术的优势体现

序号	一体化压铸技术优势
1	简化供应链环节：制造工艺简化，传统冲压焊接供应链环节全部取消
2	提高生产效率：制造时间由传统工艺的 1-2 小时缩减至 3-5 分钟，厂内直接供货
3	占地面积小：工厂占地面积减少 35%
4	汽车轻量化：整车重量减轻 10%，可以增加 14%续航里程
5	降低成本：车身制造成本和维护成本大幅下降
6	原材料易回收：压铸全铝车身的材料利用率和材料回收利用率可达 95%以上

资料来源：东莞证券研究所整理

2.3 利好政策出台，助力一体压铸发展

当前一体化压铸技术主要应用于新能源汽车生产制造中，国家及地方政府已出台相关新能源汽车购车补贴政策，推动新能源汽车及一体化压铸发展进程。广州市在新能源汽车政策引导上处于领先地位，率先将一体化压铸技术纳入终端消费者购车补贴中。2022 年 7 月 1 日，广州发改委发布消息，在 2022 年 7 月 1 日至 12 月 31 日期间，在广州购买符合按照鼓励技术先进、安全可靠原则，满足相关条件的车型，予以 8000 至 10000 元补贴。广州市明确将一体压铸车身工艺纳入先进性造车指标，消费者购买具备一体化铸铝车身成型工艺的新能源汽车可获上述补贴。该政策出台有望起到带头作用，推动一体压铸技术的推广应用。2022 年 9 月 18 日，财政部、税务总局、工信部联合发布公告，为支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费，将新能源汽车免征车购税延续至 2023 年 12 月 31 日。此举将有利于 2023 年新能源汽车销量增长，带动上游压铸厂订单增长。

表 5：广州市符合补贴政策的相关车型节选

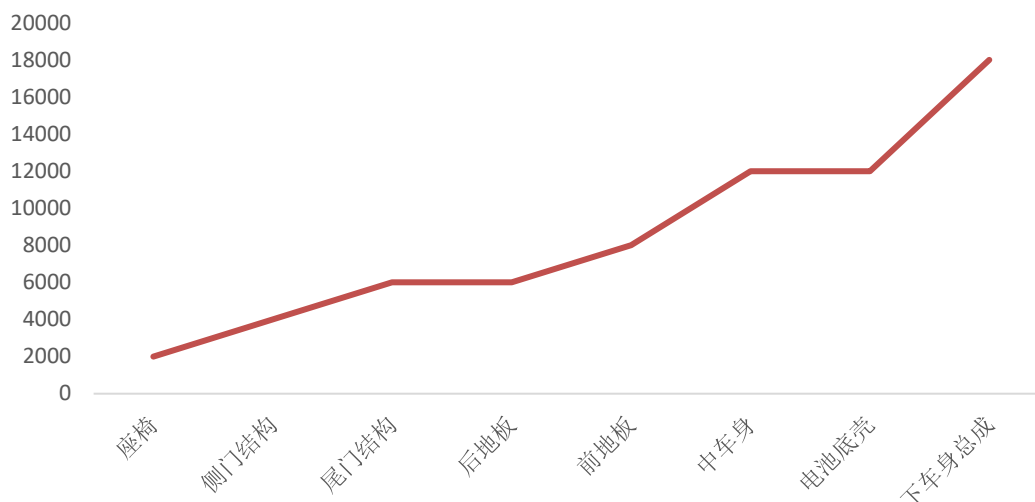
车型类别	车辆条件	先进性指标
纯电车型	轿车续航 ≥ 450 km，电耗 $\leq 13.8\text{kWh}/100\text{km}$ ；电动机峰值功率 $\geq 120\text{kW}$ 且车长质量比 $\geq 3.12\text{mm}/\text{kg}$ 的轿车，续航 $\geq 410\text{km}$ ，电耗 $\leq 13.8\text{kWh}/100\text{km}$ ；多用途乘用车续航 ≥ 500 km，电耗 $\leq 16.5\text{kWh}/100\text{km}$ 。同时，纯电车型至少符合任意一项其他先进性指标。	2021 年在我市个人领域单一品牌纯电动乘用车推广数量 ≥ 20000 台
		产品制造具备前后一体式铸铝车身成型工艺（要求自建压铸能力 $\geq 7000\text{T}$ 压铸设备）
		产品具备声纹识别及控制技术，可实现认证驾驶员对 L2 级辅助驾驶功能的语音控制，识别准确率 $\geq 90\%$ ，延迟 $\leq 0.8\text{s}$
		多用途乘用车电动机峰值功率 $\geq 155\text{kW}$ 且整车电耗调整系数（EC 系数） ≥ 1.28

资料来源：广州市发改委，东莞证券研究所

2.4 未来有望扩大应用场景，进一步提升单车价值

一体化压铸兼具降本增效及轻量化等多方面优势，目前处于行业爆发初期。当前大型压铸机锁模力普遍在 6000-9000T 之间，主要应用于生产轿车级车身后底板总成、电池盒等中型尺寸零部件。若想制造出前车身地板，中车身，上车体等更大尺寸的一体式零部件，则需要锁模力在万吨级以上的超大型压铸机。随着技术工艺的不断优化积累，未来压铸机锁模能力有望实现突破与提升。考虑用车经济性，未来整车除外覆盖件需要冲压外，其余车身、四门、后盖结构件的冲压和焊接环节均可被压铸工艺替代，一体化压铸技术渗透率将持续提升。

图 8：大型压铸件对应压铸机锁模力预测（吨）



数据来源：压铸周刊，东莞证券研究所

公司积极布局一体化压铸技术，技术引领行业。在大型一体化结构件领域，公司已获得某汽车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，公司获得了某新能源汽车客户两款副车架项目定点。同时公司还获得了华为汽车包括电机壳在内的十个产品定点。公司已获得产品定点的一体化压铸产品均取得了产品试制成功，包括半片式后地板，一体式后地板、前总成项目和上车体一体化大铸件，公司预计在 2022 年第四季度开始贡献收入。

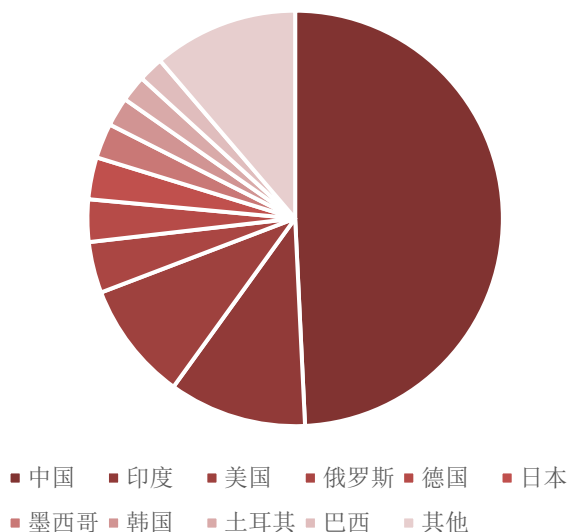
3. 国内铸造行业集中度较低，整体竞争激烈

3.1 中国是铸件产量第一大国

随着全球经济的发展，汽车、3C 产品、通讯基础设施、家用电器、医疗设备等众多领域对精密压铸件的需求稳步增长。随着铸造设备和工艺技术的提高，铝合金和镁合金等有色金属铸件未来有望替代黑色金属铸件成为行业主流。全球铸造件的生产及消费主要集中在美国、中国、意大利、德国、日本等国家。国外铸造业集中度相对较高，一般生产销售如汽车、通讯、航空等高附加值压铸件。

而国内精密铸造行业集中度低，参与企业多，整体竞争较为激烈。随着中国整体工业化水平的提高，国内铸造产业实现了长足的发展，并逐步成为世界铸造大国。根据美国铸造协会 Modern Casting 杂志，2020 年中国铸件产量为 5195 万吨，产量排名第一，同比增长 6%，是少数实现正增长的国家。

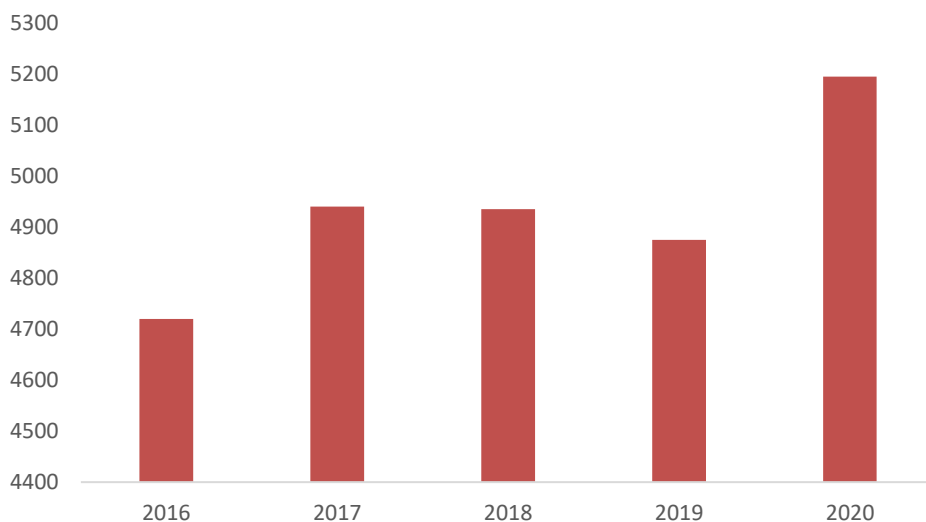
图 9：2020 年全球各国铸件产量占比



数据来源：Modern Casting，东莞证券研究所

从压铸件产量分析，根据 Modern Casting 杂志数据，2016-2020 年国内铸造件产量从 4720 万吨增长至 5195 万吨，年均复合增长 2.43%，尽管 2018 年及 2019 年产量略有下降，但国内铸造件产量总体呈增长态势。随着高端制造业的产能逐渐转移至中国，国内铸造行业在增长的过程中也在持续进行结构升级，精密铸造件占比逐渐提升。

图 10：2016-2020 年中国铸造件产量



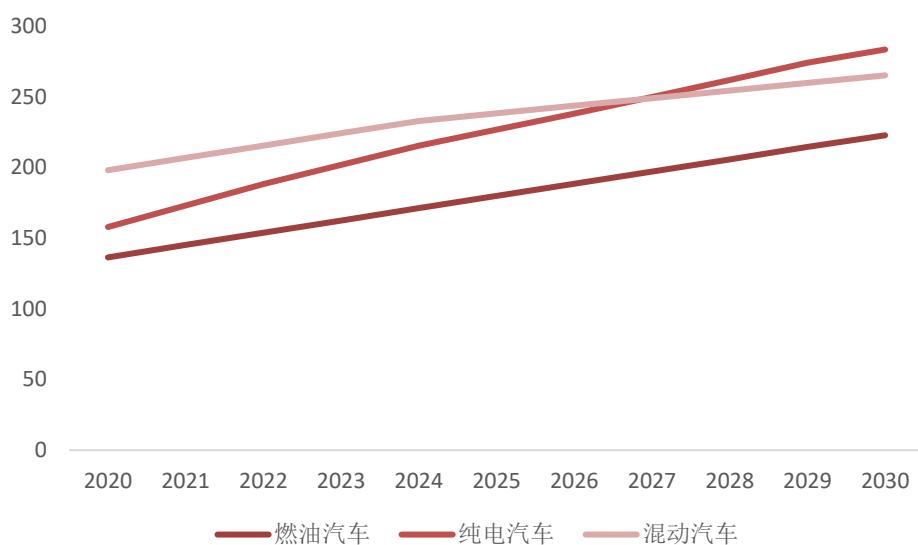
数据来源：Modern Casting，东莞证券研究所

3.2 车用铝制零部件渗透率持续提升

汽车零部件作为精密铸造产品的重要应用领域，在发动机系统、变速箱系统、传动系统、转向系统、电子控制系统中均有采用大量的精密铸造件，汽车行业的发展左右着铸造行业的整体走势。随着日益严苛的排放标准及轻量化需求，汽车零部件逐渐采用有色金属来替代传统黑色金属，在保持车身刚性的同时实现轻量化发展。相较于传统燃油汽车，新能源汽车由于需要搭载质量更大的三电系统及电池包，新能源汽车对于轻量化的需求更为迫切。当前汽车单车用铝量处于稳步增长态势，根据国际铝协

预计，到 2030 年燃油汽车、纯电汽车和混动汽车单车用铝量将分别达到 222.8 千克、283.5 千克和 265.2 千克。

图 11：2020-2030 年各车型单车用铝量预测（千克/辆）



数据来源：国际铝协，东莞证券研究所

此外，采用铝合金零部件能够使得在汽车受到外部冲击时能吸收分散更多的能量，因而更具舒适性和安全性。未来汽车各大零部件系统有望采用更多铝合金零部件，提高汽车铝渗透率。根据国际铝协数据，当前新能源汽车领域的电池系统、热管理系统的铝制零部件渗透率均超 90%，而车身结构件、传动系统等铝制零部件渗透率相对较低。燃油汽车领域的引擎、传动系统、热管理系统的铝制零部件较为成熟渗透率相对较高，而车身结构、底盘悬架结构及防撞系统的铝制零部件渗透率相对低。车身结构件和底盘轻量化件是铝合金压铸行业中少有的蓝海市场。

表 6：新能源汽车铝合金零部件渗透率（%）

	2018	2025	2030
底盘悬架	26%	70%	94%
制动系统	66%	96%	96%
电池系统	100%	100%	100%
传动系统	66%	93%	93%
热管理系统	90%	96%	96%
车身结构件	8%	11%	14%
车身密封件	12%	28%	39%
防撞系统	66%	71%	75%
其他	93%	97%	97%
总计	31%	50%	56%

数据来源：国际铝协，东莞证券研究所

表 7：燃油汽车铝合金零部件渗透率（%）

	2018	2025	2030
引擎	79%	86%	91%
底盘悬架	18%	45%	64%
制动系统	75%	85%	92%
传动系统	86%	94%	99%
热管理系统	94%	98%	98%
车身结构件	4%	14%	21%
车身密封件	6%	19%	28%
防撞系统	19%	44%	61%
其他	8%	11%	13%
总计	24%	36%	44%

数据来源：国际铝协，东莞证券研究所

我们根据未来中国乘用车预计销量、乘用车单车用铝量、压铸铝合金占汽车用铝量占比、铝合金压铸件销售价格等参数来推算 2020-2025 年国内铝制压铸件市场规模：

（1）中国乘用车销量：根据中汽协数据，2020 及 2021 年国内乘用车销量分别完成 2018 万辆和 2148 万辆，同比分别下降 6.8%和增长 7.07%。我们保守预计至 2025 年，国内乘用车销量将维持 3%增速进行增长，预计到 2025 年，国内乘用车销量将达到 2559 万辆。

（2）乘用车单车用铝量：随着汽车轻量化进程的持续推进，铝合金在各细分零部件的渗透率持续提升，国内乘用车单车用铝量有望实现稳步增长态势。根据国际铝协提供的各车型单车用铝量数据预测，预计到 2025 年，燃油汽车、纯电动汽车及混动汽车的单车用铝量分别为 179.8kg、226.8kg、238.3kg。我们预计到 2025 年国内燃油汽车、纯电动汽车及混动汽车的销量分别为 1383 万辆、905 万辆、270 万辆，加权平均得出 2025 年乘用车单车用铝量约为 202.6kg。预计 2020-2025 年乘用车单车用铝量 CAGR 为 7.94%。

（3）压铸铝合金占汽车用铝量占比：随着一体压铸工艺的推广，汽车压铸铝零部件将广泛应用于动力系统、电池包、底盘、车身等领域。根据压铸杂志数据，2020 年压铸铝合金占汽车用铝量的比例约为 77%，考虑压铸铝合金前期重资本投入，部分铝制零部件若改用压铸工艺收益偏低。我们保守估计，到 2025 年该占比维持不变。

（4）铝合金压铸销售价格：铝合金压铸件价格主要受到铝材价格的影响，鉴于近期铝材价格存在波动，我们假设铝合金压铸件价格保持不变，根据广东鸿图 2021 年度报告数据进行推算出铝合金销售价格约为 5.6 万元/吨。

表 8：2020-2025 年国内车用铝合金压铸市场空间预测

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
乘用车销量（万辆）	2018	2148	2341	2412	2484	2559
燃油汽车销量（万辆）	1893	1815	1724	1560	1462	1383
燃油汽车单车用铝量（kg）	136.4	145.2	153.9	162.5	171.2	179.8
纯电汽车销量（万辆）	111.5	257	475	656	787	905
纯电汽车单车用铝量（kg）	157.9	173.1	188.2	201.9	215.5	226.8
混动汽车销量（万辆）	25.1	77	142	196	235	270
混动汽车单车用铝量（kg）	198.1	206.8	215.5	224.2	232.9	238.3
乘用车单车用铝量（kg）	138.3	150.7	164.6	178.2	191.1	202.6
压铸铝合金占比（%）	77	77	77	77	77	77
铝合金压铸销售价格（万元/吨）	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
车用铝合金压铸市场空间（亿元）	1203.29	1396.22	1661.90	1853.52	2046.77	2235.42

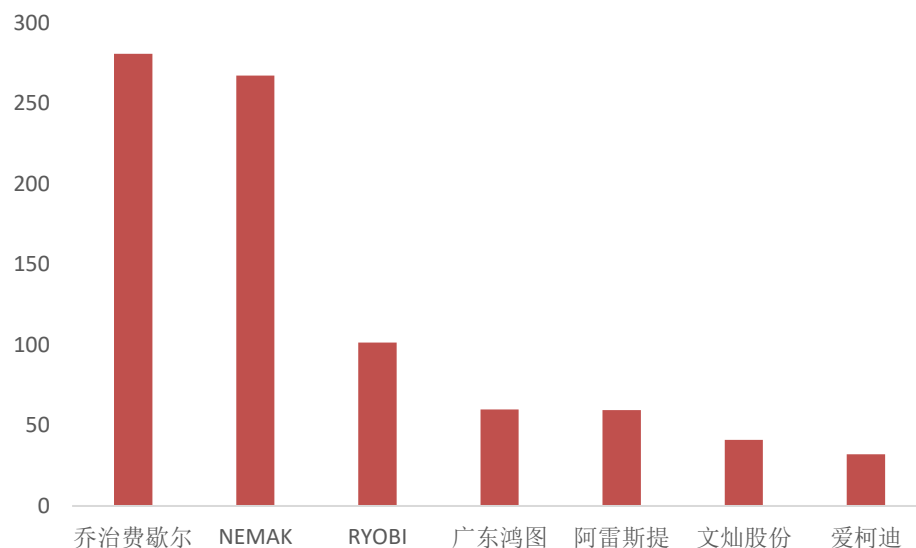
资料来源：中汽协，国际铝协，压铸杂志，广东鸿图公告，东莞证券研究所

根据上述假设，我们推算预计，2025 年国内铝压铸市场规模有望达到 2235.42 亿元，2020-2025 年复合增长率约为 13.19%。鉴于汽车轻量化需求及一体压铸工艺的推广，车用铝合金压铸件将迎来蓝海市场。

3.3 头部厂商积极布局一体压铸技术

铸造行业是充分竞争行业。发达国家的铸造行业相对集中，外资或合资品牌的铸造企业数量较少，但单个企业的规模较大、专业化程度较高，在资金、技术、客户资源等方面具有较强优势。相关的国际性企业包括日本 RYOBI、日本阿雷斯提、瑞士 DGS、瑞士乔治费歇尔、墨西哥 NEMAK 等。上述公司主要以生产汽车、航空等高精度和高附加值的铸造件为主，通过在国内建立子公司或以合资方式进入国内市场，在车身结构件、传动系统、底盘结构、转向系统等多个领域进行布局，在技术、资金、产能规模上领先于国内大多数汽车铸造件生产企业。

图 14：国内外汽车压铸企业营收规模（亿元）



数据来源：公司年报，东莞证券研究所

目前国内压铸行业集中度较低，参与企业众多。根据文灿股份招股说明书，截至 2016 年国内注册压铸相关企业超 12600 家，企业主要分布在广东、江苏、浙江、重庆、山东等地，生产规模较大、专业化程度较高的企业主要集中在珠三角和长三角地区。国内自主品牌的汽车压铸供应商可分为两大类，一类是下游主机厂配套压铸事业部或压铸子公司，为主机厂提供压铸件产品配套，如长城汽车的压铸事业部、比亚迪的弗迪精工、一汽集团旗下的一汽铸造等。另一类是第三方汽车压铸件供应商，其中仅少数企业具备生产中大型压铸产品能力，且同时具备大型复杂模具自制能力，能根据客户需求持续进行改进，已与下游主机厂建立长期稳定的合作关系的企业有文灿股份、广东鸿图、旭升股份、爱柯迪等。

面对一体化压铸降本增效等诸多优势，主机厂及三方汽车压铸供应商大力布局一体化压铸技术，一体化压铸成为行业主流趋势愈发明显。

蔚来：2021 年 10 月，蔚来宣布成功开发可用于制造大型压铸件的免热处理材料，将会应用在其第二代平台车型上。2021 年 12 月，蔚来在 ET5 发布会上宣布 ET5 车型将采用一体压铸工艺。2022 年 6 月，发布 ES7 同样使用一体化铸造全铝后副车架。

小鹏汽车：计划在武汉新工厂除配备常规冲压、焊接、涂装、总装车间外，还将引入一条以上超大型压铸岛及自动化生产车间。2022 年 6 月，小鹏汽车向广东鸿图发出某车型底盘一体化结构件产品的定点，预计将在 2023 年下半年实现量产。

高合汽车：2022 年 2 月，高合汽车与拓普集团联合宣布，国内首个基于 7200 吨巨型压铸机正向开发的一体化超大压铸车身后舱正式量产下线。

沃尔沃：计划扩建其在瑞典工厂，建设新的压铸车间，并计划在新电动平台后地板总成上采用一体化压铸工艺，预计在 2025 年实现投产。

大众：计划在德国沃尔夫斯堡建设新工厂，并计划在基于大众 SSP 平台推出的 Trinity 项目上采用一体化铸造工艺制造后车身体，预计在 2026 年实现投产。

国内第三方铝压铸供应商为满足下游新能源汽车客户需求，积极修建新工厂采购大型压铸机。其中文灿股份及拓普集团大型压铸机已正式投入量产。同时，第三方压铸厂积极拓展材料端与模具端业务：拓普集团联合华人运通、上海交大研发出流动性强的 TechCast™ 免热处理铝合金；文灿股份全资设立广东文灿模具有限公司，专注于模具设计和开发，公司所有车身结构件项目的模具均实现自研自制，积累了大量车身结构件的项目经验；广东鸿图全资设立子公司广东鸿图（南通）模具有限公司，致力于模具的研发与设计，以求提升模具制备能力，减低模具使用成本。在一体化压铸件生产过程中，压铸厂商希望通过集合材料端、模具端、工艺端等各项技术能力，积累许多 know-how 以求扩大自身综合竞争力，后期有望为主机厂提供完整的解决方案。

表 9：各压铸厂布局大型压铸机情况

公司	6000T 及以上压铸机布局	订单情况
文灿股份	6000T*2（投产）、9000T*2（投产）	获得某汽车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
拓普集团	7200T*6（投产）	高合汽车一体化后舱定点
广东鸿图	8 台（套）包括 12000T 机型的大型压铸岛	小鹏汽车某车型底盘一体化结构件定点
爱柯迪	6100T*2（计划）8400T*2（计划）	/
旭升股份	6600T（订单）、8800T（订单）	国内某新能源汽车系列定点
泉峰汽车	6100T*1（计划）8000T*1（计划）	国内某新能源汽车客户 8 个项目定点，主要覆盖电机壳体、变速箱阀板、电驱箱体等产品
嵘泰股份	9000T*3（订单）	比亚迪 E3.0 纯电平台电机壳体定点

资料来源：力劲科技官网，压铸周刊，公司公告，东莞证券研究所

4. 协同效应渐入佳境，多项财务指标持续改善

主要选取广东鸿图、爱柯迪、旭升股份与公司进行对比。在国内汽车用铝合金压

铸件供应商中，上述三家公司与文灿股份主营业务相似且市值规模具有一定可比性。广东鸿图业务主要包括精密轻合金零部件成型制造和汽车内外饰产品制造两大业务板块，其中精密轻合金零部件产品主要包括燃油汽车的缸体、缸盖、支架、车身、底盘类，新能源汽车的三电系统。其精密轻合金零部件业务与公司主营业务相似度高。爱柯迪主要产品包括汽车雨刮系统、汽车动力系统、汽车热管理系统、汽车转向系统、汽车制动系统、及其他系统、新能源汽车三电系统、汽车结构件、汽车视觉系统等铝合金精密压铸件，其中汽车动力系统、新能源三电系统、汽车结构件业务与公司业务相似度高，具有可比性。旭升股份产品主要聚焦于新能源汽车领域，涵盖多个汽车核心系统，包括传动系统、控制系统、悬挂系统、电池系统等。其中控制系统、悬挂系统、电池系统产品与公司业务具有较高可比性。

表 10：文灿股份与可比公司简况

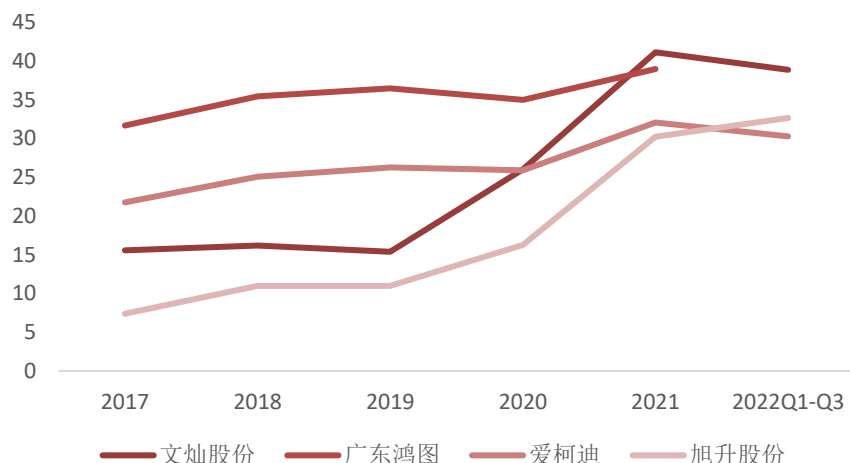
企业名称	简介
文灿股份	公司成立于 1998 年，总部位于佛山市，公司集合高压铸造、低压铸造和重力铸造等工艺方式，主要从事汽车铝合金精密铸件产品的研发、生产和销售，主要应用于传统燃油车和新能源汽车的发动机系统、变速箱系统、三电系统、底盘系统、制动系统、车身结构领域及其他汽车零部件等。
广东鸿图	公司成立于 2000 年，总部位于肇庆市，公司主要划分为精密铝合金压铸件业务、汽车内外饰件业务、专用车业务三大板块。公司主要产品包括汽车外饰件系列产品（汽车标牌、散热器格栅、车轮盖、装饰条等）、汽车内饰件系列产品（出风口、门扣手等）及其他塑料件产品（发动机罩）等产品。公司是中国铸造协会理事单位，多次荣膺“中国压铸件生产企业综合实力 50 强”荣誉称号，被国家商务部和国家发改委授予“汽车零部件出口基地企业”。
爱柯迪	公司成立于 2003 年，总部位于宁波市，主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品包括汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统及其他系统，新能源汽车三电系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。2019 年 3 月，公司子公司优耐特模具连续被中国铸造协会连续评选为“中国压铸模具生产企业综合实力 20 强”。2021 年 5 月，被《铸造工程》杂志社评选为“第三届中国压铸模具生产企业成长之星”。
旭升股份	公司成立于 2003 年，总部位于宁波市，主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售，产品主要应用领域包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。目前，公司同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺，均具备量产能力。

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

4.1 2022 年前三季度公司业绩呈恢复性增长

相较可比公司，2021 年公司营收规模排名第一，增速相对较快。公司 2017-2021 年营业收入从 15.57 亿元增长至 41.12 亿元，年均复合增长 21.44%，其中在 2020 年公司完成对法国百炼集团的收购，2021 年百炼集团营收并入公司总营收，使得 2021 年公司营收出现较大幅度增长。广东鸿图由于存在汽车内饰件业务与文灿股份主营业务可比性不高，所以我们仅采用其汽车铸件业务进行对比。同期广东鸿图汽车铸件业务营业收入从 31.67 亿元增长至 38.96 亿元，年均复合增长 4.23%。爱柯迪 2017-2021 年营业收入从 21.75 亿元增长至 32.06 亿元，年均复合增长 8.07%。旭升股份 2017-2021 年营业收入从 7.39 亿元增长至 30.23 亿元，年均复合增长 32.54%。2022 年前三季度，公司实现营收 38.88 亿元，同比增长 31.13%。

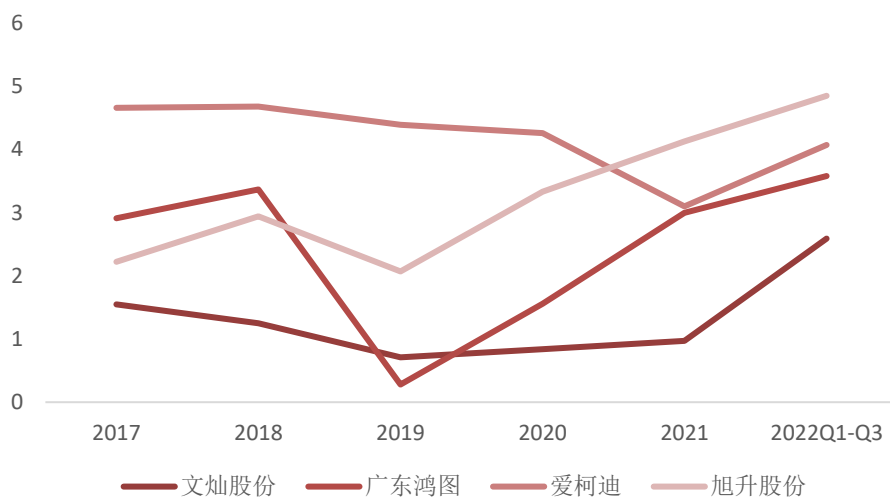
图 12：公司与可比公司营业收入（亿元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所。备注：广东鸿图仅选取其汽车铸件类业务营业收入

公司近五年归母净利润出现下滑，但今年业绩有望修复转好。公司 2017-2021 年归母净利润从 1.55 亿元下降至 0.97 亿元，年均复合增长-8.95%。但今年前三季度公司归母净利润达 2.59 亿元，同比增长 275.8%，业绩持续修复转好。同期广东鸿图归母净利润从 2.91 亿元增长至 3 亿元，年均复合增长 0.61%。爱柯迪 2017-2021 年归母净利润从 4.66 亿元下滑至 3.1 亿元，年均复合增长-7.83%。旭升股份 2017-2021 年归母净利润从 2.22 亿元增长至 4.13 亿元，年均复合增长 13.22%。

图 13：公司与可比公司归母净利润（亿元）



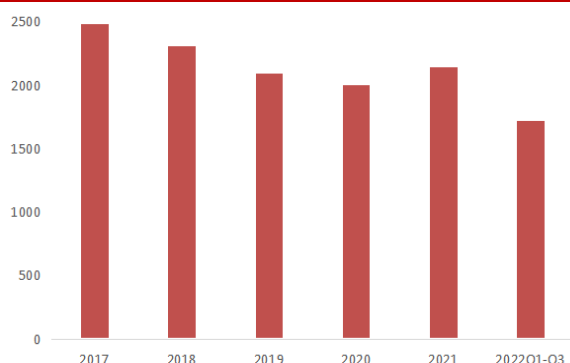
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

4.2 2022 年前三季度公司盈利能力持续修复

公司 2017-2021 年毛利率下滑 8.13pct 至 18.5%。同期可比公司毛利率水平均出现下滑，广东鸿图 2017-2021 年毛利率下滑 4.63pct 至 20.07%。爱柯迪 2017 年-2021 年毛利率下滑 13.68pct 至 26.32%。旭升股份 2017-2021 年毛利率下滑 20.37pct 至 24.06%。近五年行业毛利率水平大幅下滑，主要原因为 2017-2020 年国内乘用车产量出现下滑叠加 2020 年开始原材料价格进入上行通道，拖累行业整体盈利水平。进入

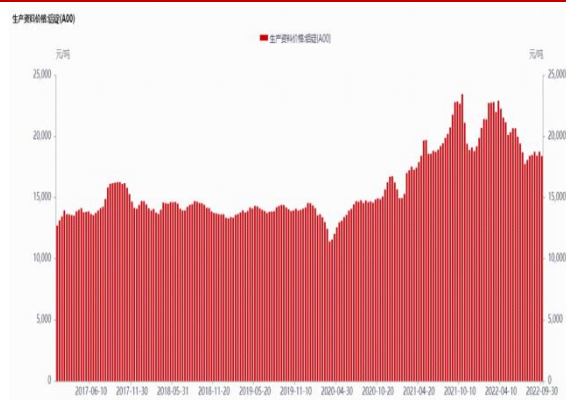
2022 年公司盈利水平出现好转，得益于上游原材料价格回调，公司 2022 年前三季度毛利率达 19.37%，同比提升 1.02pct。

图 14：2017-2022Q1-Q3 中国乘用车产量（万辆）



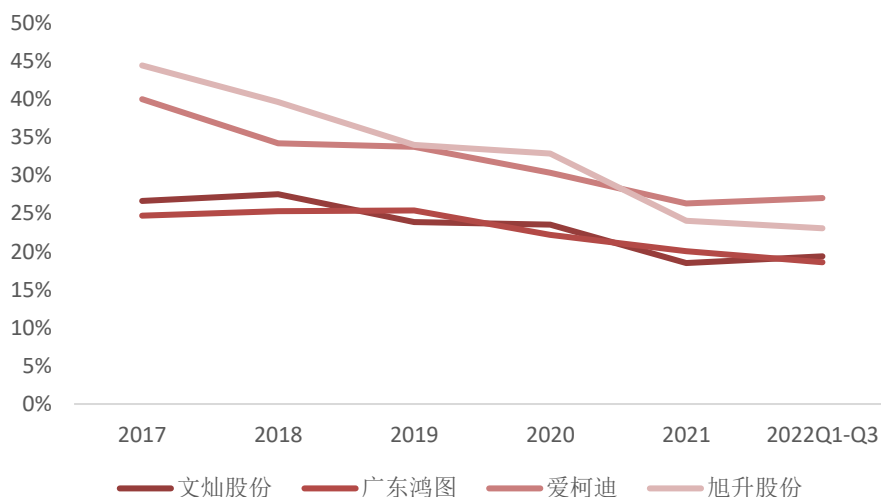
数据来源：中汽协，东莞证券研究所

图 15：2017-2022Q1-Q3 中国铝锭价格（元/吨）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

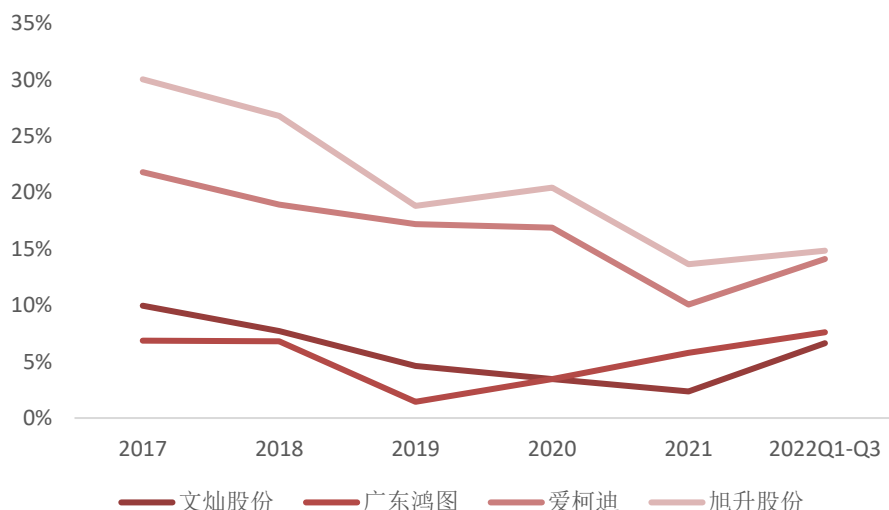
图 16：公司与可比公司毛利率（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2022 年前三季度公司归母净利润增长显著。2017-2021 年行业归母净利润大幅下滑，公司 2017-2021 年净利率下滑 13.63pct 至 2.36%，广东鸿图 2017-2021 年净利率下滑 1.1pct 至 5.78%，爱柯迪 2017-2021 年净利率下滑 11.75pct 至 10.07%，旭升股份 2017-2021 年净利率下滑 16.41pct 至 13.65%。2022 年前三季度公司净利率为 6.65%，同比提升 4.33pct。公司归母净利润呈恢复性增长，主要原因为：1）部分新能源汽车客户的新车型上市带来公司产品产量提升，新能源汽车客户在公司整体营业收入占比提高，产品结构优化带动公司归母净利润增长。2）子公司法国百炼集团，与母公司协同效应逐渐放量，其产销量进一步提升推动公司业绩增长。

图 17：公司与可比公司净利率（%）

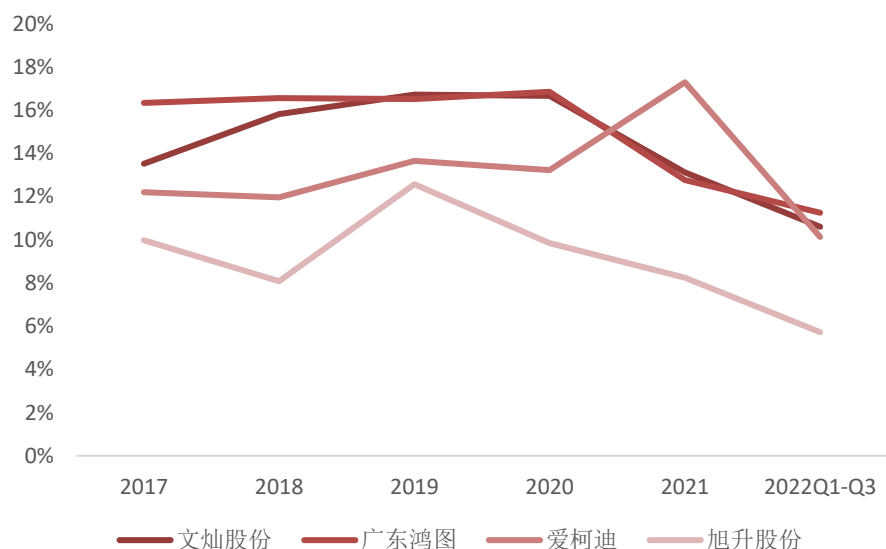


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

4.3 期间费用率呈下降趋势

2020-2022Q1-Q3 公司期间费用率呈下降趋势。公司完成收购后，双方优势互补协同效应渐入佳境推动管理效率的提升，各细分费率出现下降趋势。到 2022 年前三季度，公司期间费用率下降至 10.6%，同比下降 3.2pct。

图 18：2017-2022Q1-Q3 期间费用率（%）

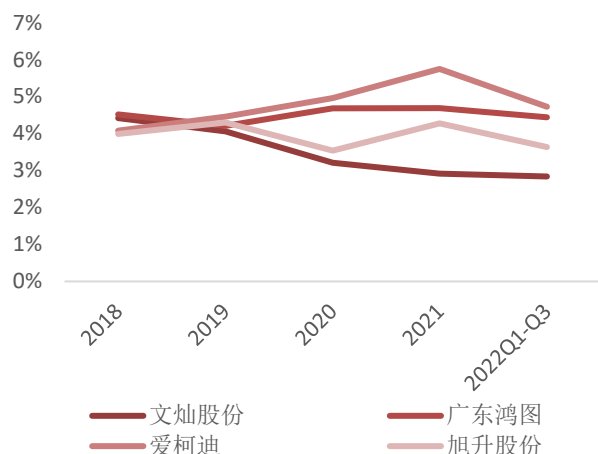


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

研发费用率方面，2017-2021 年广东鸿图及旭升股份研发费用率较为平稳，同期爱柯迪研发投入比例呈上升趋势。公司 2017-2021 年研发费用率呈下降趋势，从 2018 年的 4.42%下降至 2021 年的 2.92%，下降 1.5pct，下降原因主要为收购子公司协同整合，二者在生产工艺上相互补齐。同时公司把研发重心转向推进大型一体化结构件产品的发展，从材料、模具、设备等多方面进行大型一体化结构件产品的研发，新增采购 9 台大型压铸机，拟在 2022 年全部安装调试完成并投入使用。

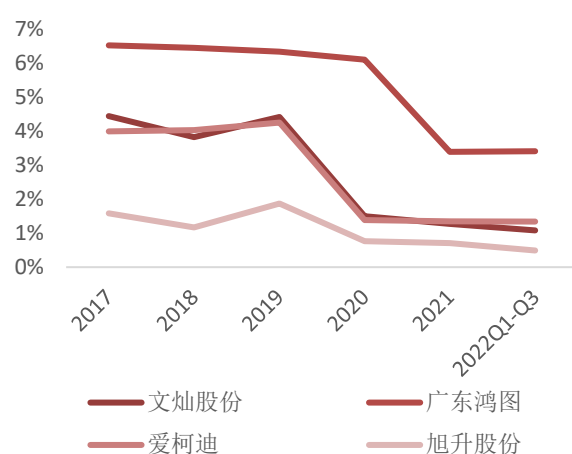
销售费用率方面，2017-2021 年四家公司均呈下降趋势，其中三家可比公司销售费用率平均降幅为 2.21pct。得益于与百炼集团的协同整合，公司同期销售费用率降幅最为明显，从 2017 年的 4.44%至 2021 年的 1.27%，下降 3.17pct。2022 年前三季度销售费用率为 1.08%，同比下降 0.21pct。

图 19：2017-2022Q1-Q3 研发费用率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 20：2017-2022Q1-Q3 销售费用率（%）

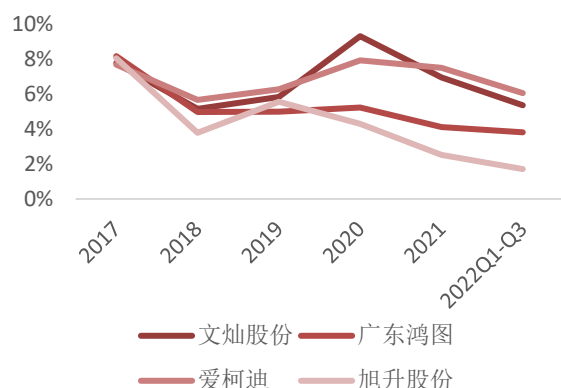


数据来源：iFind，东莞证券研究所

管理费用率方面，2017-2021 年广东鸿图与爱柯迪较为稳定，旭升股份同期整体呈下降趋势。公司在 2020 年完成对百炼集团的收购，双方在整合过程中管理费用率有所提升。到 2022 年前三季度，公司管理费用率为 5.36%，同比下降 2.16pct，回归至收购前水平。

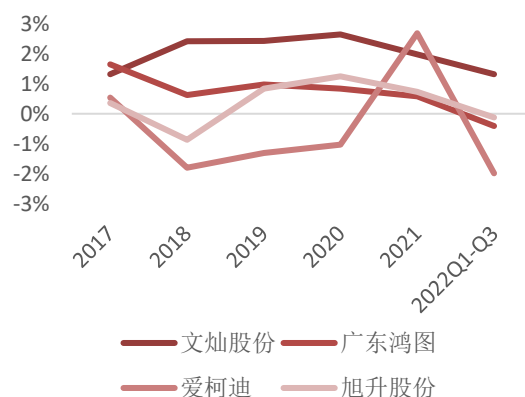
财务费用率方面，2017-2021 年四家公司财务费用率波动较大，2021 年公司财务费用率小幅度回落至 1.98%，同比下降 0.67pct，主要是汇兑损失减少导致。2022 年前三季度财务费用率为 1.32%，同比下降 0.65pct，主要系美元汇率升值，汇兑受益增加。

图 21：2017-2022Q1-Q3 管理费用率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：2017-2022Q1-Q3 财务费用率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 投资建议

公司主营业务为汽车铝合金精密压铸件。公司集合高压铸造、低压铸造和重力铸

造等工艺方式，主要应用于传统燃油汽车和新能源汽车的发动机系统、变速箱系统、三电系统、底盘系统、制动系统、车身结构领域及其他汽车零部件等。站在行业角度，一体化压铸技术具备降本增效等多项优势，推动汽车制造工艺变革。新技术在材料端、结构端、工艺端实现了汽车轻量化生产，高度契合燃油汽车和新能源汽车的发展需求。随着汽车业持续推进电动化智能化发展进程，新能源汽车产销维持高速发展，有望拉动上游轻量化汽车零部件产业增长。

站在公司角度，公司为一体压铸领先企业，在技术研发、产品质量管理等方面具备综合优势。通过自身研发与对外收购，公司整合铝合金铸造的完整工艺，并且通过收购进军全球市场，进一步提升公司市场空间。同时，公司在铝合金车身结构件领域具有领先的技术和生产优势，为推进公司大型一体化结构件产品的发展，公司多次采购大型压铸机并且建设全新生产基地以求扩大车身结构件产品产能。

预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.33 元、2.27 元、3.39 元，对应 PE 分别为 46 倍、27 倍、18 倍，上调至“推荐”评级。

6. 风险提示

（1）原材料价格大幅上涨风险：公司产品主要为铝合金。受国际国内经济形势、国家宏观调控政策及市场供求变动等因素的影响，若铝价短期内发生剧烈波动，可能给公司经营业绩带来不利影响。

（2）新能源汽车销量不及预期风险：汽车行业受宏观经济影响较大，若未来全球经济和国内宏观经济形势恶化，汽车行业景气度下降，汽车产销减少，将对汽车零部件企业的经营产生不利影响。

（3）汇率波动风险：公司外销收入占比较高，由于公司与国外客户的货款一般以外币结算，货款有一定的信用期，如果信用期内汇率发生变化，将使公司的外币应收账款产生汇兑损益。

（4）资产及业务规模扩大的管理风险：公司在完成法国百炼集团收购后，若公司不能及时有效提高自身管理水平，则将削弱公司的竞争力，给公司未来的经营和发展带来不利影响。

表 11：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2021/12/31	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4112	5428	7336	9138
营业总成本	3924	4965	6599	8109
营业成本	3351	4370	5837	7218
营业税金及附加	33	24	32	40
销售费用	52	54	66	73
管理费用	286	293	367	411
财务费用	81	72	92	110
研发费用	120	152	205	256
其他经营收益	(75)	(33)	(43)	(50)
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他收益	26	34	44	55
营业利润	113	430	694	980
加 营业外收入	1	0	0	0
减 营业外支出	9	0	0	0
利润总额	106	430	694	980
减 所得税	9	35	57	80
净利润	97	395	637	899
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	97	395	637	899
基本每股收益(元)	0.37	1.33	2.27	3.39
PE（倍）	159.47	46.28	27.21	18.23

数据来源：iFinD, 东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn