



Research and
Development Center

一体压铸新秀，冲压主业迎产品+客户+ 技术+产能四重突破

—博俊科技(300926)公司深度报告

陆嘉敏 汽车行业首席分析师
S1500522060001
13816900611
lujiamin@cindasc.com

王欢 汽车行业分析师
S1500522100003
18643122434
wanghuan1@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

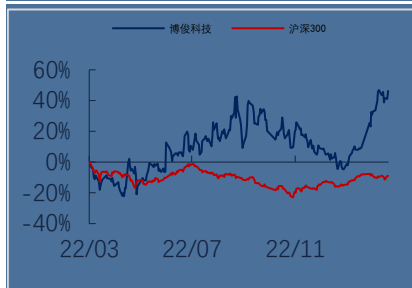
公司研究

公司深度报告

博俊科技(300926)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	30.60
52 周内股价波动区间(元)	16.76-34.00
最近一月涨跌幅(%)	-4.61
总股本(亿股)	1.55
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	47.11

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

博俊科技：一体压铸新秀，冲压主业迎产品+客户+技术+产能四重突破

2023 年 03 月 03 日

本期内容提要：

- ◆**聚焦冲压业务，产品、客户持续突破。**公司成立于 2011 年，主要从事汽车精密零部件和精密模具的研发、设计、生产和销售；2021 年于深交所上市。产品覆盖整车上下车体，车身模块化产品，仪表台骨架总成等；零部件产品种类覆盖转向系统、动力系统、车门系统、天窗系统等。公司主要客户为蒂森克虏伯、伟巴斯特、德尔福等国际优秀汽车零部件企业，产品广泛应用于吉利、比亚迪、理想、特斯拉等主机厂中。近几年公司营收稳步增长，盈利能力稳健。2022Q1-Q3 公司实现营收 8.37 亿元，同比+64.7%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比+34.4%。
- ◆**冲压件行业格局较分散，供应体系重构下集中度有望提升。**我们测算得出 2021 年汽车冲压件市场规模约 1060 亿元，根据代表性的冲压件公司营收测算得出，各个公司的市占率较小，约 2%或者 3%以内，行业集中度较低。以往冲压业务零部件厂商格局分散的原因主要在于，主业聚焦在汽车传动、框架等小零部件业务上，难以获得规模化优势。而随着车企竞争逐步激烈，车型研发周期缩短，车企更愿意将白车身结构件交给零部件厂商研发、生产，在此供应体系变化的基础上，具有先发优势的冲压件厂商有望跑出，占据更高的市场份额，行业集中度有望提升。
- ◆**公司产品+客户+技术+产能迎来四重突破，有望率先跑出。**1) **产品突破：**公司原有冲压件产品主要应用在转向、动力系统等，单价在 2-10 元不等。近两年产品逐步升级至白车身总成件，单车价值量大幅提升。2) **客户拓展：**公司供应身份逐步由 Tier 2 转变至 Tier 1，公司 2020 年前五大客户均为外资零部件集团，2022 年前三季度吉利/理想/赛力斯/长安均进入公司前五大客户名单，营收占比分别为 19%/9%/8%/6%。3) **技术突破：**公司“热冲压设备+热成型工艺+激光焊接技术”布局完善，公司于 2018 年开始布局轻量化业务，2019 年新增产线和设备主要围绕热冲压产线、自动化焊接产线、激光焊接产线等新技术布局。目前汽车轻量化量产技术主要围绕热成型高强度钢进行，公司在较早布局的情况下，热成型工艺进入收获期。4) **产能突破：**公司通过 IPO，拟发可转债募投扩产，产能的扩张可以较好支撑现在的充沛订单需求。而且公司目前六大生产基地可做到就近配套附近主机厂，巩固和主机厂的稳定配套关系。公司在四方面迎来重要突破，有望在格局重塑的情况下率先跑出。
- ◆**布局一体压铸，打开长期成长空间。**特斯拉率先采用一体压铸工艺，其他主机厂如蔚来、小鹏等陆续跟进。应用部件逐步由底盘向车身拓展，轻量化趋势下，一体压铸市场空间广阔，我们预计一体压铸部件 2025 年、2030 年市场空间有望分别达到 476.4、2021.1 亿元，年复合增速分别为 258%、225%。公司布局一体压铸技术，已购买 5 台 3500T-9000T 大型压铸机，有望打开公司长期的成长空间。
- ◆**盈利预测与投资评级：**公司主业迎来产品、客户、技术、产能四重突破，业绩有望高速增长。同时布局一体压铸，打开长期成长空间，我们看好公司未来发展。我们预测公司 2022 年-2024 年归母净利润为 1.3 亿元、2.2 亿元、3.8 亿元，同比增长 56.1%、70.1%、69.5%，对应 EPS 为 0.85、1.44、2.45 元，PE 为 36.1/21.2/12.5 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 2024 年 17 倍目标 PE，对应目标市值 65 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**新客户拓展不及预期；一体压铸推进速度不及预期；产能推进不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	549	806	1,294	2,127	3,413
增长率 YoY %	5.2%	46.8%	60.6%	64.4%	60.5%
归属母公司净利润 (百万元)	67	84	131	224	379
增长率 YoY%	5.6%	25.2%	56.1%	70.1%	69.5%
毛利率%	29.0%	24.2%	20.7%	21.3%	21.4%
净资产收益率ROE%	7.7%	8.9%	10.4%	15.2%	20.8%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.54	0.85	1.44	2.45
市盈率 P/E(倍)	70.43	56.28	36.05	21.19	12.50
市净率 P/B(倍)	5.45	5.01	3.74	3.22	2.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2023 年 03 月 02 日收盘价

目 录

投资逻辑.....	6
1、聚焦冲压业务，产品、客户持续突破.....	7
1.1 专注汽车冲压件，股权结构集中.....	7
1.2 产品覆盖面较广，零部件和白车身均有布局.....	7
1.3 客户结构优质，从国际零部件厂商拓展至自主品牌车企.....	8
1.4 营收稳步增长，盈利能力稳健.....	9
2、冲压件行业集中度有望提升，公司四重突破下有望优先跑出.....	11
2.1 冲压件行业基盘较大，供应体系重构下集中度有望提升.....	11
2.1.1 空间：全球金属冲焊件将以 3.9% 年均复合增速增长.....	11
2.1.2 趋势：热成型技术由引进走向成熟，进入收获期.....	12
2.1.3 格局：车企研发周期缩短促供应体系转变，集中度有望提升.....	14
2.2 公司产品、客户、技术、产能迎来四重突破.....	17
2.2.1 产品结构升级，单车价值量有望提升.....	17
2.2.2 客户拓展，供应身份由 Tier 2 转至 Tier 1.....	18
2.2.3 “热冲压设备+热成型工艺+激光焊接技术”布局完善.....	18
2.2.4 募投扩产，就近配套巩固优势.....	20
3、布局一体化压铸，打开长期成长空间.....	21
3.1 轻量化趋势下一体化压铸空间广阔.....	21
3.2 各厂商纷纷布局抢先机，业绩贡献在即.....	23
4、盈利预测、估值与投资评级.....	24
4.1 盈利预测及假设.....	24
4.2 估值与投资评级.....	25
5、风险因素.....	25

表 目 录

表 1：热冲压成形技术和冷冲压成形技术的优缺点对比.....	12
表 2：冲压件公司梳理.....	15
表 3：公司 2019 年新增产线和设备.....	19
表 4：截至 2022Q3 公司账面净值 1000 万元以上的设备情况.....	20
表 5：公司募投项目情况.....	20
表 6：常见轻量化材料对比.....	21
表 7：铸造工艺对比.....	22
表 8：分业务收入预测（百万元）.....	24
表 9：可比公司估值.....	25

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司股权结构.....	7
图 3：公司业务.....	8
图 4：分业务收入（亿元）.....	8
图 5：各业务毛利率情况.....	8
图 6：客户情况.....	9
图 7：2021 年前五大客户.....	9
图 8：前五大客户营收（亿元）及占比.....	9
图 9：公司近几年营收（亿元）及增速.....	10
图 10：公司近几年归母净利润（亿元）及增速.....	10
图 11：公司近几年 ROE 水平.....	10
图 12：公司近几年毛利率和净利率.....	10
图 13：公司近几年各项费用率情况.....	11
图 14：公司应收/应付规模在收入中占比.....	11
图 15：公司付息借款（亿元）和资产负债率.....	11
图 16：公司在建工程和固定资产（亿元）.....	11
图 17：冲压件市场空间（亿美元）.....	12
图 18：热冲压成型分为直接热冲压和间接热冲压.....	13
图 19：热成型工艺的发展历程（国内国外对比）.....	13
图 20：国内某些车企在热成型工艺上的应用情况.....	14
图 21：2021 年冲压件格局.....	14
图 22：可比公司营收增速对比.....	16

图 23: 可比公司净利润增速对比	16
图 24: 可比公司毛利率对比	16
图 25: 可比公司净利率对比	16
图 26: 可比公司销售费用率对比	17
图 27: 可比公司研发费用率对比	17
图 28: 可比公司管理费用率对比	17
图 29: 可比公司期间费用率对比	17
图 30: 产品结构升级	18
图 31: 客户结构转变	18
图 32: 公司热成型工艺流程	19
图 33: 研发费用 (亿元) 及研发费用率	20
图 34: 研发人员数量 (人) 及占比	20
图 35: 产地分布, 就近配套	21
图 36: 奥迪 A8 车身连接技术	23
图 37: 一体化压铸空间测算 (亿元)	23
图 38: 一体化压铸厂商布局	24

投资逻辑

聚焦冲压业务，产品、客户持续突破。公司成立于 2011 年，主要从事汽车精密零部件和精密模具的研发、设计、生产和销售；2021 年于深交所上市。产品覆盖整车上下车体，车身模块化产品，仪表台骨架总成等；零部件产品种类覆盖转向系统、动力系统、车门系统、天窗系统等。公司主要客户为蒂森克虏伯、伟巴斯特、德尔福等国际优秀汽车零部件企业，产品广泛应用于吉利、比亚迪、理想、特斯拉等主机厂中。近几年公司营收稳步增长，盈利能力稳健。2022Q1-Q3 公司实现营收 8.37 亿元，同比+64.7%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比+34.4%。

冲压件行业格局较分散，供应体系重构下集中度有望提升。我们测算得出 2021 年汽车冲压件市场规模约 1060 亿元，根据代表性的冲压件公司营收测算得出，各个公司的市占率较小，约 2%或者 3%以内，行业集中度较低。以往冲压业务零部件厂商格局分散的原因主要在于，主业聚焦在汽车传动、框架等小零部件业务上，难以获得规模化优势。而随着车企竞争逐步激烈，车型研发周期缩短，车企更愿意将白车身结构件交给零部件厂商研发、生产，在此供应体系变化的基础上，具有先发优势的冲压件厂商有望跑出，占据更高的市场份额，行业集中度有望提升。

公司产品+客户+技术+产能迎来四重突破，有望率先跑出。1) **产品突破：**公司原有冲压件产品主要应用在转向、动力系统等，单价在 2-10 元不等。近两年产品逐步升级至白车身总成件，单车价值量大幅提升。2) **客户拓展：**公司供应身份逐步由 Tier 2 转变至 Tier 1，公司 2020 年前五大客户均为外资零部件集团，2022 年前三季度吉利/理想/赛力斯/长安均进入公司前五大客户名单，营收占比分别为 19%/9%/8%/6%。3) **技术突破：**公司“热冲压设备+热成型工艺+激光焊接技术”布局完善，公司于 2018 年开始布局轻量化业务，2019 年新增产线和设备主要围绕热冲压产线、自动化焊接产线、激光焊接产线等新技术布局。目前汽车轻量化量产技术主要围绕热成型高强度钢进行，公司在较早布局的情况下，热成型工艺进入收获期。4) **产能突破：**公司通过 IPO，拟发可转债募投扩产，产能的扩张可以较好支撑现在的充沛订单需求。而且公司目前六大生产基地可做到就近配套附近主机厂，巩固和主机厂的稳定配套关系。公司在四方面迎来重要突破，有望在格局重塑的情况下率先跑出。

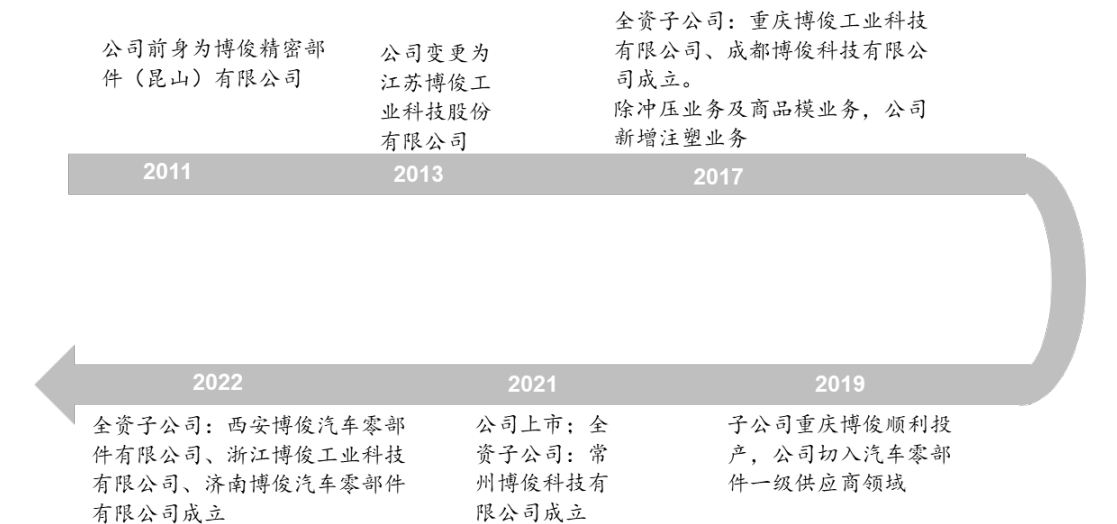
布局一体压铸，打开长期成长空间。特斯拉率先采用一体压铸工艺，其他主机厂如蔚来、小鹏等陆续跟进。应用部件逐步由底盘向车身拓展，轻量化趋势下，一体压铸市场空间广阔，我们预计一体压铸部件 2025 年、2030 年市场空间有望分别达到 476.4、2021.1 亿元，年复合增速分别为 258%、225%。公司布局一体压铸技术，已购买 5 台 3500T-9000T 大型压铸机，有望打开公司长期的成长空间。

1、聚焦冲压业务，产品、客户持续突破

1.1 专注汽车冲压件，股权结构集中

专注汽车冲压件，产品范围覆盖广泛。公司成立于 2011 年，主要从事汽车精密零部件和精密模具的研发、设计、生产和销售；2021 年于深交所上市。产品覆盖整车上下车体，车身模块化产品，仪表台骨架总成等；零部件产品种类覆盖转向系统、动力系统、车门系统、天窗系统、电子系统、内饰系统、座椅系统等。

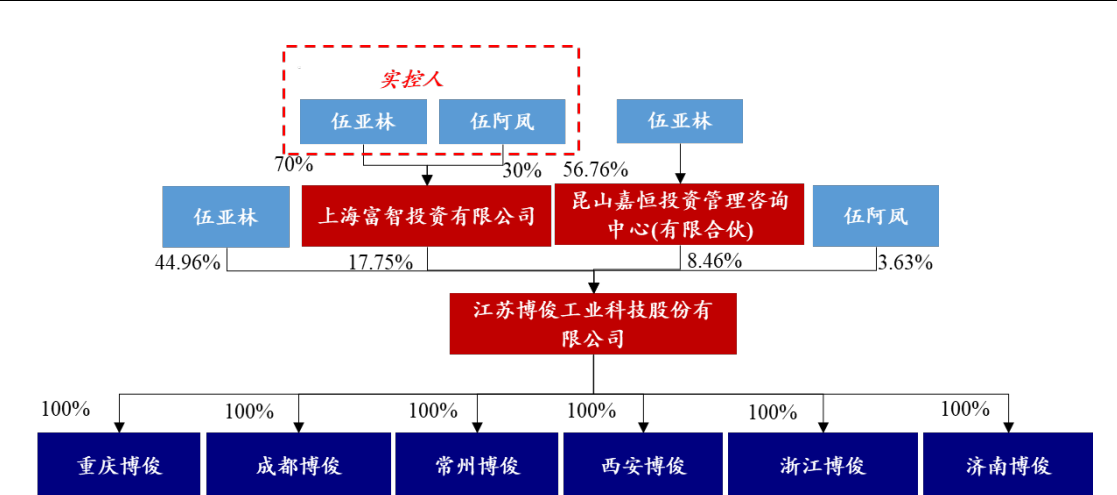
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，信达证券研发中心

股权结构集中，实控人为伍亚林、伍阿凤夫妇。截至 2022 年三季报，公司实际控制人为伍亚林、伍阿凤夫妇，直接和间接合计持股比例为 74.8%。且有 6 家控股子公司，主要包括重庆博俊、成都博俊、常州博俊、西安博俊等。

图 2：公司股权结构



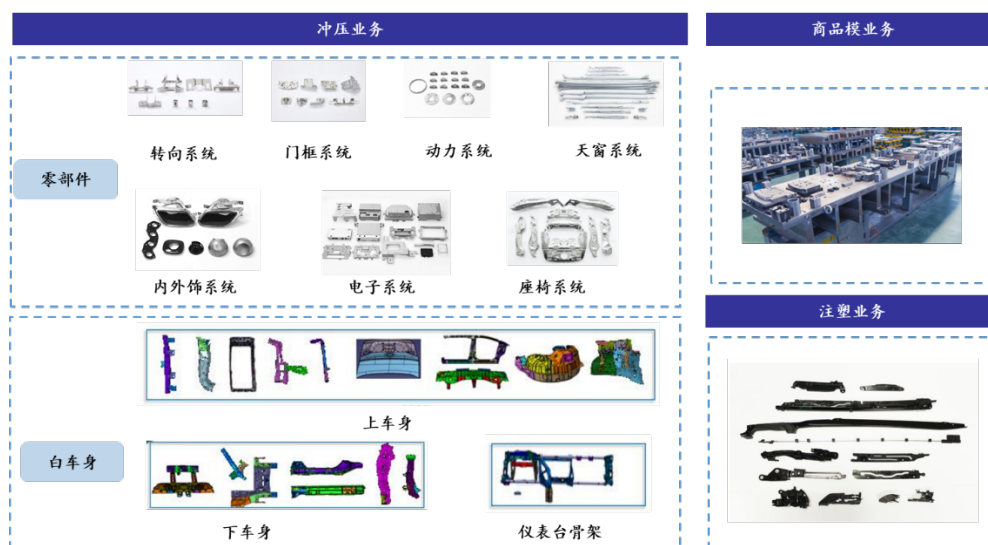
资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.2 产品覆盖面较广，零部件和白车身均有布局

依靠模具制造、激光焊接等核心技术，产品结构由冲压小件拓展至白车身结构件。公司成

立之初，主要业务为应用在汽车不同系统中的冲压小件，如转向系统、门框系统、动力系统、天窗系统等。但随着公司在核心技术如热成型冲压、激光焊接等的逐步积累，产品结构拓展至白车身结构件，主要应用领域为上车身、下车身和仪表台骨架。

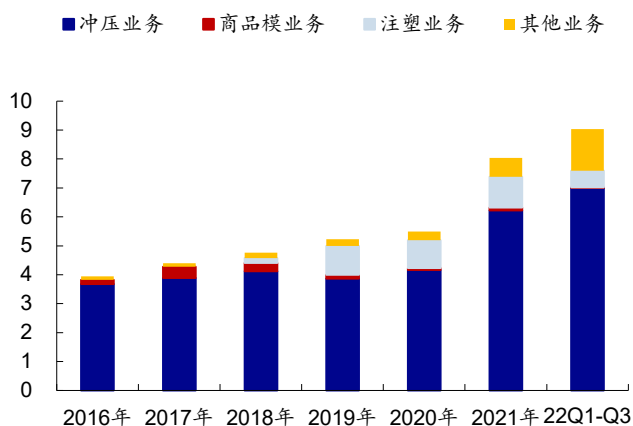
图 3：公司业务



资料来源：公司官网、公司公告，信达证券研发中心

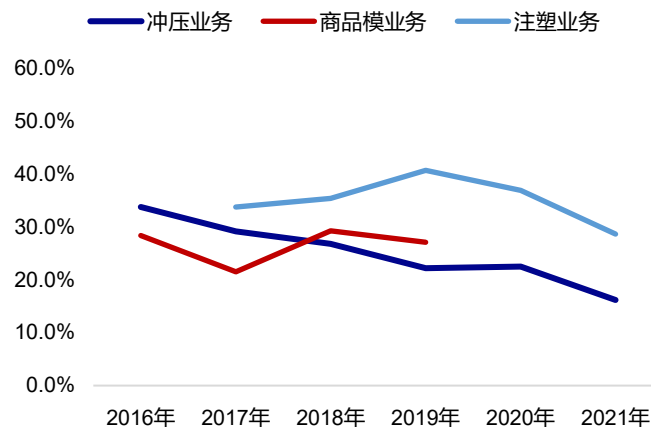
白车身业务的拓展带动公司冲压业务营收快速增长。公司拓产品品类效果显现，2021 年之后冲压业务营收保持较高增速，公司 2021 年冲压业务实现营收 6.22 亿元，同比+49.2%。盈利能力来看，2021 年冲压业务毛利率受原材料钢材涨价影响略有下滑，2021 年冲压业务毛利率为 16.19%，同比下滑 6.33pct。

图 4：分业务收入（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

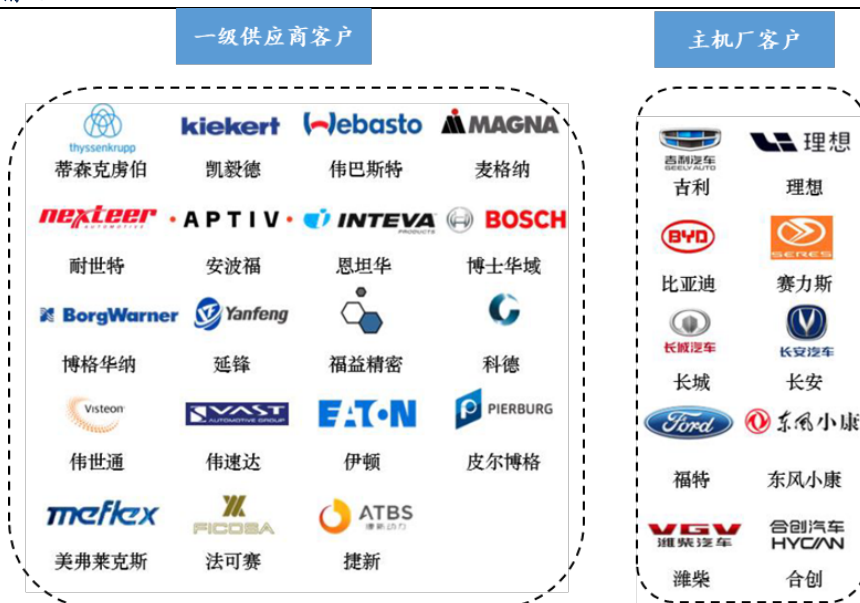
图 5：各业务毛利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 客户结构优质，从国际零部件厂商拓展至自主品牌车企

客户结构优质，与国际优质零部件厂商和自主品牌深度合作。公司主要客户为蒂森克虏伯、伟巴斯特、麦格纳、耐世特、凯毅德、德尔福、福益等国际优秀汽车零部件企业，产品广泛应用于吉利、比亚迪、理想、特斯拉等主机厂中。

图 6：客户情况


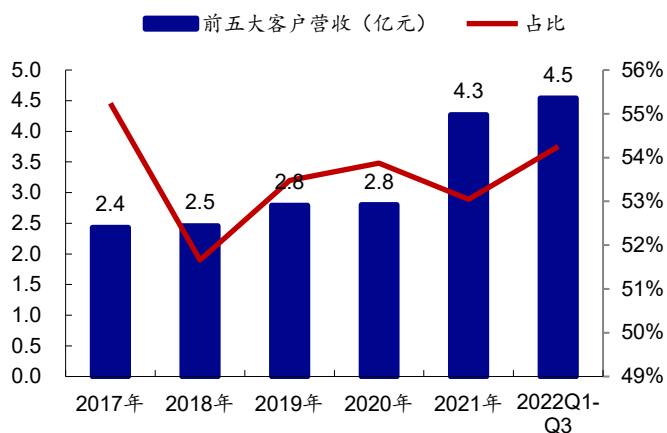
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

近几年前五大客户营收占比稳定在 50%左右。公司前五大客户营收近几年提升明显，2021 年前五大客户营收实现 4.27 亿元，同比+52.5%。且从结构来看，2021 年公司对吉利汽车和长安汽车的营收提升，合计实现营收 1.88 亿元，占比为 23.4%，公司逐步由 Tier 2 级供应商转至 Tier 1 级供应商。

图 7：2021 年前五大客户

序号	客户	收入 (亿元)	占比
1	蒂森克虏伯	1.23	14.01%
2	吉利集团	1.11	13.84%
3	长安汽车集团	0.77	9.55%
4	伟巴斯特集团	0.68	8.41%
5	科德集团	0.58	7.24%
合计		4.27	53.05%

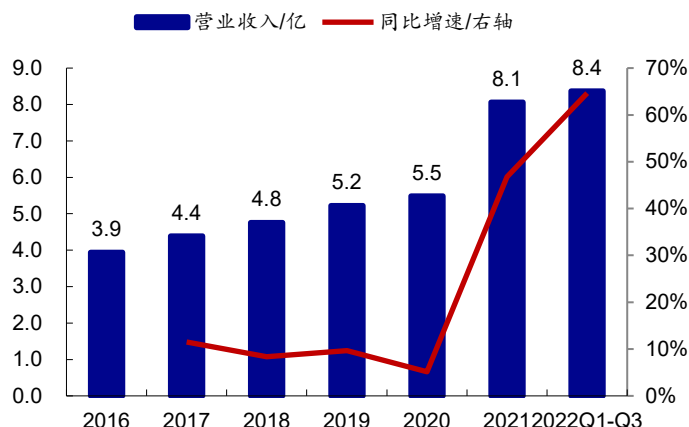
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：前五大客户营收（亿元）及占比


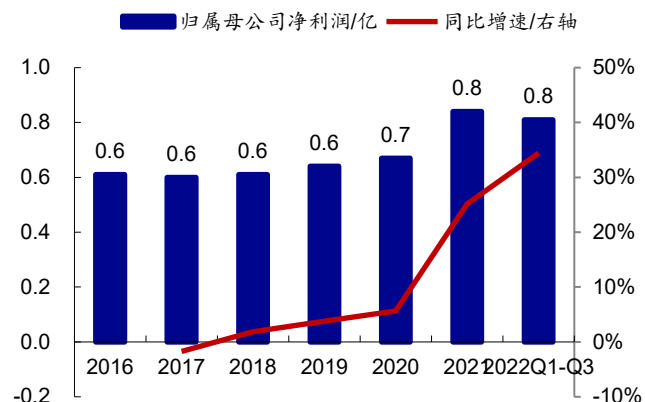
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.4 营收稳步增长，盈利能力稳健

营收净利稳步增长，公司 2016-2021 年营收和净利润复合增速分别达为 15.39%、6.61%。2022 年由于疫情缓和后汽车行业整体复苏，尤其是新能源汽车产业的蓬勃发展及“国产化替代”进程的加快，公司在原有市场份额基础上积极拓宽销售渠道，加大客户开发，2022 年 Q1-Q3 营收 8.37 亿元，同比增长 64.65%；实现净利润 0.81 亿元，同比+34.44%，未来公司盈利有望继续向好发展。

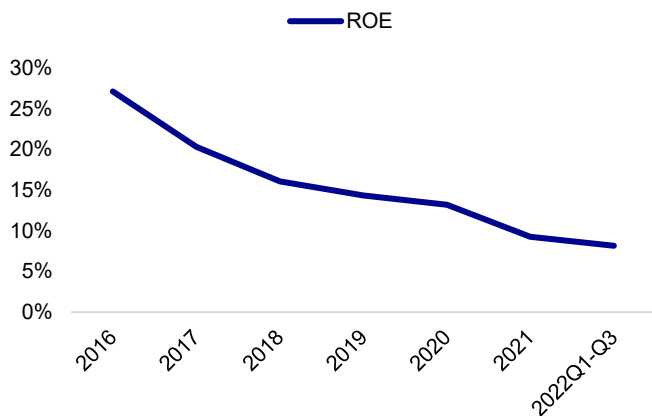
图 9：公司近几年营收（亿元）及增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

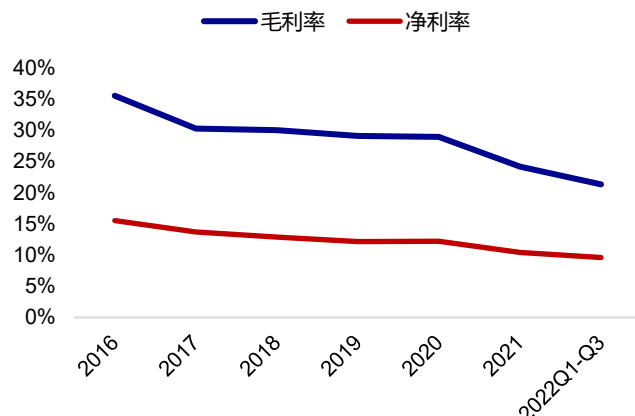
图 10：公司近几年归母净利润（亿元）及增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

前期扩产叠加原材料钢材涨价因素，盈利短期承压。公司毛利率从2016年的35.6%下滑至2022年前三季度的21.37%，净利率从2016年的15.56%下滑至2022年前三季度的9.63%，但整体毛利率、净利率仍处在较高水平，分别保持在20%、8%以上。盈利短期承压原因主要有：1）公司于2017年分别设立重庆博俊、成都博俊，2021年设立常州博俊，前期扩产投入固定成本以及储备人才等，目前产能尚未释放致毛利率、净利率下滑；2）上游原材料钢材涨价致盈利短期承压。

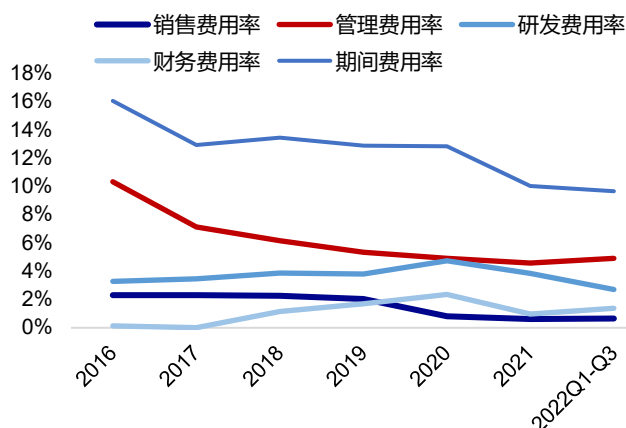
图 11：公司近几年 ROE 水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

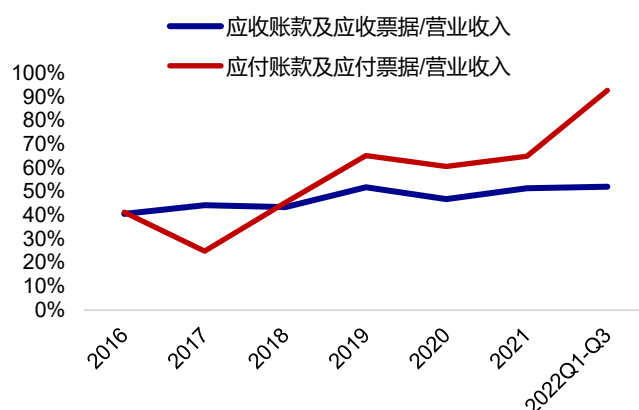
图 12：公司近几年毛利率和净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

费用管控能力增强，期间费用率呈下滑趋势。2016-2021年的研发费用率稳定在3%-5%之间，由于2021年重庆子公司量产加大研发投入，研发费用同比增长19%，研发投入的持续增加未来有望提升公司竞争力、增厚公司业绩。总体费用率情况来看，公司费用管控能力较强，2021年公司期间费用率为10.02%，同比下降2.81pct。

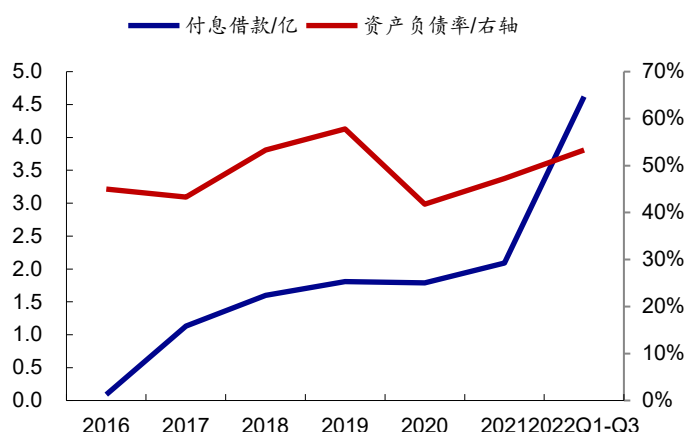
图 13：公司近几年各项费用率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

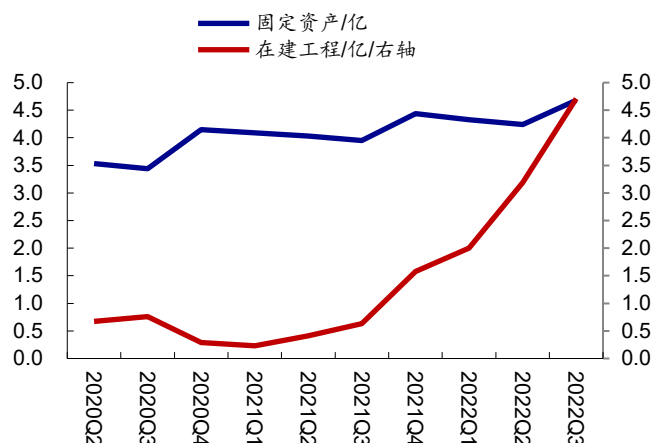
图 14：公司应收/应付规模在收入中占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司从 2021 年后在建工程稳步增长，资产负债率稳定在 50% 水平左右。公司近年来持续扩建产能，在建工程增长较快，2022Q3 公司在建工程为 4.7 亿元，同比+647.6%；固定资产为 4.68 亿元，同比+18.5%。

图 15：公司付息借款（亿元）和资产负债率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16：公司在建工程和固定资产（亿元）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

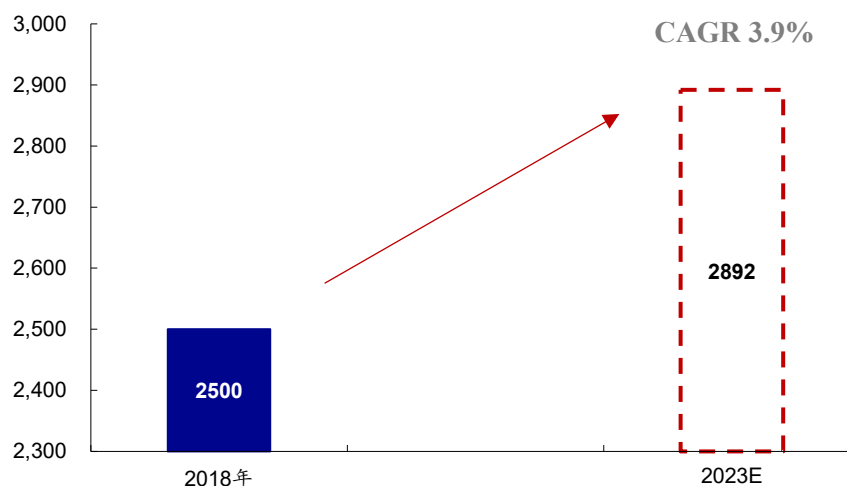
2、冲压行业集中度有望提升，公司四重突破下有望优先跑出

2.1 冲压件行业底盘较大，供应体系重构下集中度有望提升

2.1.1 空间：全球金属冲焊件将以 3.9% 年均复合增速增长

全球金属冲焊件将以 3.9% 的年均复合增速增长。根据 2018 年 6 月 Meticulous Research 研究表示，得益于城镇化、汽车行业增长以及航空航天工程不断增长的需求，全球金属冲焊件市场规模从 2018 年的 2500 亿美元，将以 3.9% 的年均复合增速增长，增长至 2023 年的 2892 亿美元。汽车上的冲焊件应用情况来看，既有塑料冲压件，也有金属冲压件，平均每辆汽车包含 1500 多个冲焊件，汽车制造过程中有 60%-70% 的金属零部件需冲压加工成型，其中钢板材料在不同车型中占汽车总重量的 51%-65%。

图 17：冲压件市场空间（亿美元）



资料来源: 长华集团招股书、Meticulous Reserach, 信达证券研发中心

2.1.2趋势：热成型技术由引进走向成熟，进入收获期

高强度钢板冲压件车身是同时实现车体轻量化和提高碰撞安全性的重要途径。目前汽车安全件普遍采用 1300~1500Mpa 级的超高强零件。但高强度钢板强度越高，越难成形，尤其是在 1500Mpa 的高强度钢，冷冲压成形工艺很难达到要求，所以热冲压成形技术可以得到运用。

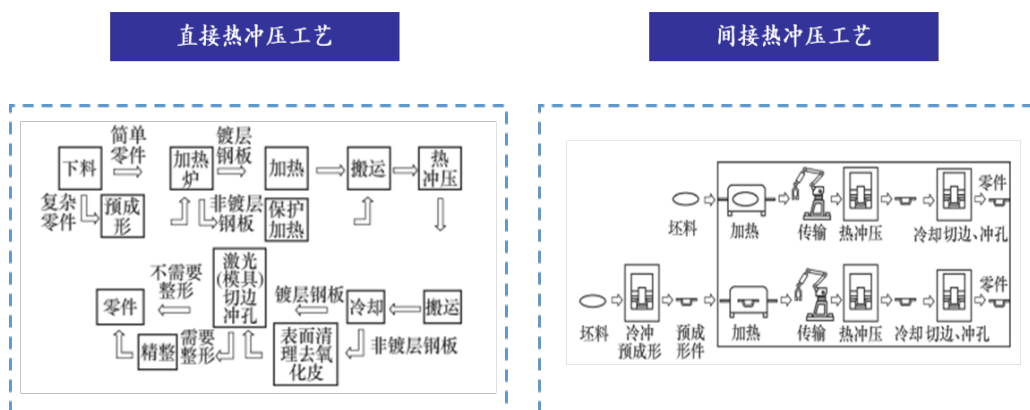
表 1：热冲压成形技术和冷冲压成形技术的优缺点对比

序号	优点	缺点
1	采用热成形技术可有效降低车身零件所用材料的厚度，由于零件强度大，车身上的加强板、加强筋大大减少， 减轻了车身的重量 ，可有效提高车身的防撞安全性，降低汽车的 燃油消耗 。	由于缺少热胀冷缩、组织转变及回弹等试验数据的积累，热冲压 CAE 仿真精度较差，产品开发难度大，零件的固有废品率远远高于冷冲压
2	钢板在加热条件下，变形能力大幅提高，冲压变形力变小， 冲压设备的吨位变小 。	因为需要加热炉对钢板进行前处理，增加了加热设备和生产能耗，零件成本高
3	钢板的回弹系数大大降低，零件尺寸精度高	生产过程中由于需要加热和保压淬火，从而延长了生产节拍，生产效率低
4	冲压噪声比冷冲压小得多。	由于热冲压压力机、模具、激光切割机以及全套设备的自动控制系统基本由国外掌控，技术封锁严密，现阶段技术门槛和投资门槛比较高

资料来源：《高强度车身零件热冲压成形技术》，信达证券研发中心

热冲压工艺主要分为直接热冲压和间接热冲压工艺。其中直接热冲压工艺，坯料被加热后，直接送至闭式模具内冲压成形和淬火，然后进行冷却、切边冲孔（或激光切割）、表面清理等后续工艺。间接热冲压工艺，先进行冷冲预成形后，然后再进入加热、热冲压、切边冲孔、表面清理等工艺。

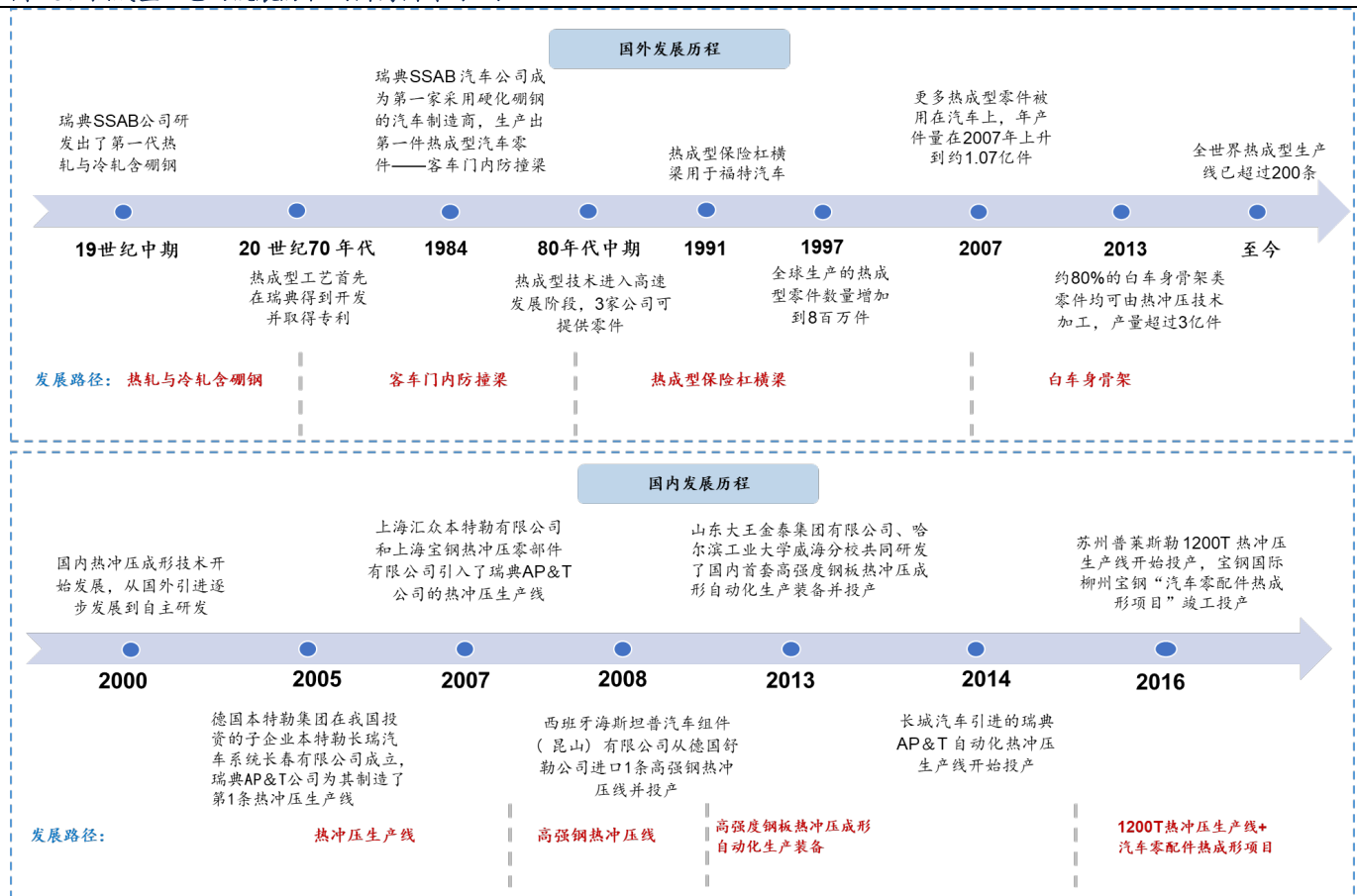
图 18：热冲压成型分为直接热冲压和间接热冲压



资料来源：《高强度车身零件热冲压成型技术》，信达证券研发中心

热成型工艺国外发展较早且经验丰富，我国近几年逐步赶上。热成型工艺最早于 19 世纪中期由瑞典 SSAB 公司研发成功，2007 年开始在国外车型中有了广泛的应用。而我国起步较晚，于 2000 年开始从国外引进，逐步形成自主研发，2016 年后我国也已有 1200T 的热冲压生产线开始投产。

图 19：热成型工艺的发展历程（国内国外对比）



资料来源：汽车材料网、《热冲压成形技术研究与汽车轻量化应用现状》，信达证券研发中心

我们认为随着车身对轻量化、安全性需求的日益增长，或将会有更先进的热冲压工艺应用到自主品牌中。目前国内如奇瑞、吉利、比亚迪等已有多多个车身结构件中应用到热冲压工艺，

如 A/B 柱、前后保险杠横梁、纵梁等。我们认为随着汽车轻量化、安全性的需求提升，热冲压工艺或者是更先进的一体化热冲压工艺有望于车身中大规模应用，热冲压车身结构件有望进入业绩收获期。

图 20：国内某些车企在热成型工艺上的应用情况

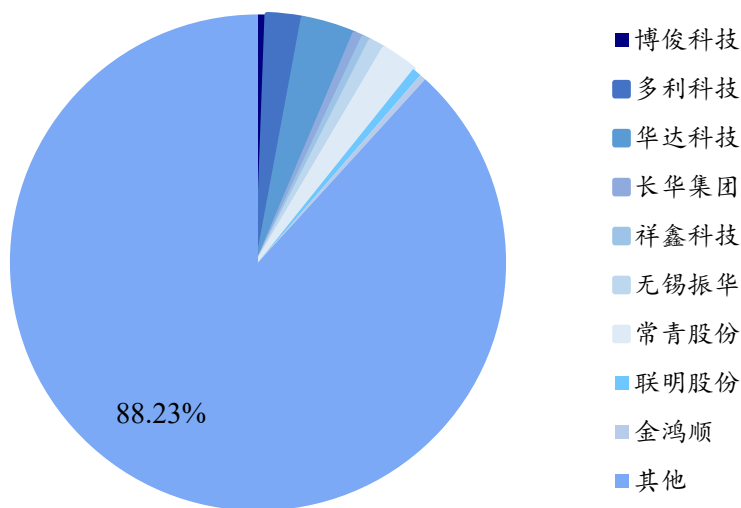
厂家	车型级别	主要使用结构
奇瑞	A0、A、SUV	A/B柱、防撞板、后保险杠横梁、纵梁
吉利	SUV、MPV	前保险杠横梁、A/B柱、防撞板
比亚迪	A	B柱
上汽	A	A/B柱、纵梁
北汽	A、SUV	B柱
观致	A	前后保险杠、A/B柱、防撞梁

资料来源：汽车材料网，信达证券研发中心

2.1.3 格局：车企研发周期缩短促供应体系转变，集中度有望提升

冲压件格局分散，行业集中度较低。我们以 2021 年乘用车销量 2356 万辆、单车 1500 个冲压件，均价 3 元测算，2021 年汽车冲压件市场规模约 1060 亿元。根据代表性的冲压件公司 2021 年在汽车冲压业务的营收测算得出，各个公司的市占率较小，约 2% 或者 3% 以内，行业集中度较低。目前整车企业竞争较为激烈，各个车企研发周期逐渐缩短，车企更愿意将白车身结构件交给零部件厂商研发、生产，在此供应体系变化的基础上，具有先发优势的冲压件厂商或会占据更高的市场份额，集中度有望提升。

图 21：2021 年冲压件格局



资料来源：博俊科技招股书，Wind，信达证券研发中心

以往冲压件公司产品多以零部件为主，难以获得规模化优势。以往冲压业务零部件厂商格局分散的原因主要在于，主业聚焦在汽车传动、框架等小零部件业务上，这种供应体系下，就会使得行业分布比较分散，所以冲压零部件企业难以获得规模化优势。

而随着供应体系的变化，白车身总成逐步转移至零部件厂商承载，行业龙头冲压件企业有望跑出，并和车企形成稳定的配套关系。

表 2：冲压件公司梳理

公司	业务情况	2021 年公司冲压业务营收（亿元）	主要客户
博俊科技	公司的冲压业务覆盖了汽车的框架类、传动类、其他类零部件产品、白车身产品和相应的生产性模具。具体来看，包括 转向系统 的转向管柱、支架等， 动力系统 的发动机部件、离合器部件等，车门系统的铰链、锁钩等， 天窗系统 的框架、导轨，排气系统的排气外壳、端锥等， 白车身 产品主要有上下车身件、仪表台骨架等	6.22	整车厂： 理想、比亚迪、吉利、赛力斯、长安福特 等；零部件制造企业蒂森克虏伯、伟巴斯特、麦格纳、福益精密模塑（上海）有限公司、耐世特、凯毅德、德尔福等
多利科技	公司汽车冲压零部件产品主要包括前纵梁、水箱板总成、后纵梁、天窗框、轮罩、门窗框、顶盖梁、A 柱内板、B 柱加强板和挡泥板等	24.73	整车制造商有特斯拉、理想、蔚来、领跑、华人运通、上汽大众等。汽车零部件供应商有新朋股份、上海同舟、上海安莱德、华域车身、上海汇众等
华达科技	公司 车身冲压件产品 可进一步分为总成冲压件和单件冲压件（非总成件）。具体来看，公司生产的单件冲压件包括前作内侧加强板、保险杠支架、外侧加强板等，几乎涵盖了除汽车前后门、引擎盖、后备箱盖、顶盖和侧围外的绝大部分车身零部件。总成冲压件则包括后防撞梁总成、后地板上横梁总成等	36.61	奇瑞、吉利、海斯坦普、伟巴斯特、上汽集团、北汽集团、东风本田等
长华集团	车身领域天窗加强版总成、仪表总成、行李箱隔板总成、后副车架加强件等。新能源车领域主要包括 IPU 固定支架、电动马达支架、VCU 支架、电池快充慢充接口支架等。	6.52	吉利、长城、奇瑞、江铃、一汽大众、上汽通用、广汽本田、东风日产、长安福特、广汽三菱等
祥鑫科技	汽车冷却系统、座椅系统、天窗、防撞梁等及其他车身组件，如汽车座椅、汽车全景天窗、座椅滑轨等	5.36（以 21 年收入的 30%测算）	蔚来、吉利、小鹏汽车、比亚迪、安道拓/江森自控、法雷奥、马勒、佛吉亚、本特勒、延锋、哈曼贝卡、广汽集团、一汽大众等
无锡振华	公司生产并销售的汽车冲压零部件涵盖 汽车车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件 等，其中部分零部件专为新能源车型使用。车身件零部件包括车顶边梁加强版总成、车顶横梁总成等；底盘件包括油温绑带、隔热罩等；动力总成件包括油底壳、转换器壳体等；电子电器包括电瓶托盘、电池托盘等	10.61	整车制造商包括 理想 、上汽大众、上汽通用、神龙汽车、北京宝沃等。汽车零部件供应商包括联合电子、爱德夏、考泰斯等
常青股份	公司生产的底盘冲压及焊接零部件为汽车底盘的主要构件，主要配套于商用车、专用车，具体包括：车架总成、纵梁、纵梁加固板总成、横梁总成、发动机支撑梁总成、各类车架小支架总成等	23.98	奇瑞汽车、江淮汽车、福田戴姆勒汽车（北汽福田下属合营企业）、深圳市比亚迪供应链管理有限公司等
黎明股份	公司车身零部件产品主要指构成汽车白车身的冲压及焊接总成零部件，包括轮罩总成、柱类总成、天窗框总成、后端板总成、衣帽板总成、尾灯支架总成、侧围总成和中通道总成等	6.5	上汽通用、上汽大众等整车制造商及部分零部件供应商

金鸿顺

汽车冲压零部件包括汽车车身零部件和底盘零部件。公司汽车车身零部件产品主要包括车门防撞梁、A 柱/C 柱加强板焊接总成、后地板、车身纵梁等。汽车底盘零部件包括前后桥总成及零件、扭力梁、转向节、制动系统组件等产品。

4.25

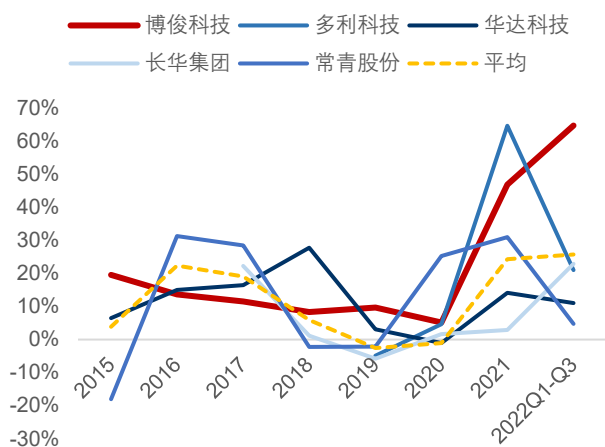
吉利汽车、上汽大众、东南汽车、本特勒、大陆汽车、博世、广汽菲克、卡斯马、东风裕隆、佛吉亚、上汽通用等

资料来源: iFind、各公司公告, 信达证券研发中心

我们选取行业内具有代表性的冲压企业如多利科技、华达科技、长华集团、常青集团等可比公司进行对比。

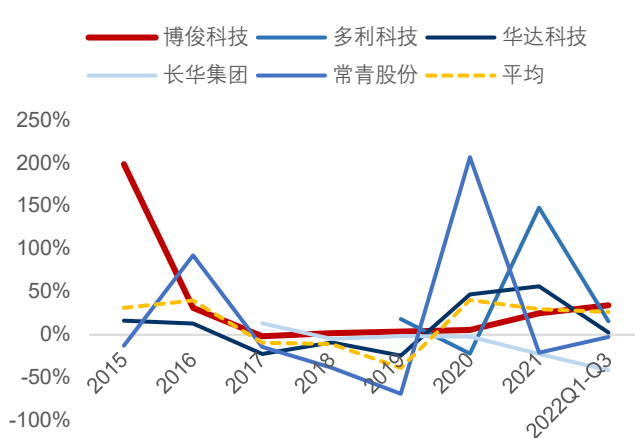
得益于新产品、新客户的持续拓展, 公司营收增速表现好于行业平均水平。公司近几年持续拓展产品种类和下游客户, 2021 年之后营收增速表现好于行业平均水平, 且 2022 年前三季度增速表现领先。

图 22: 可比公司营收增速对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

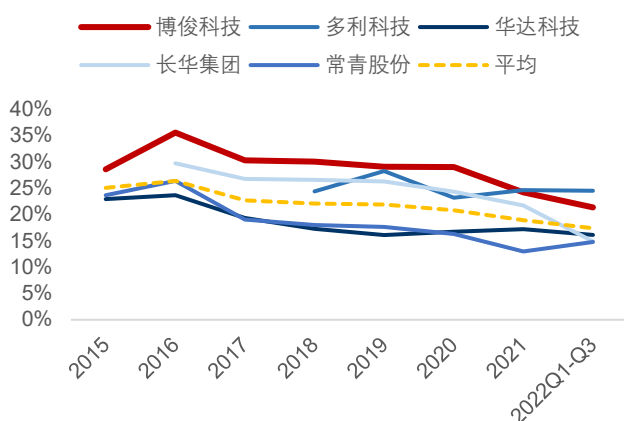
图 23: 可比公司净利润增速对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

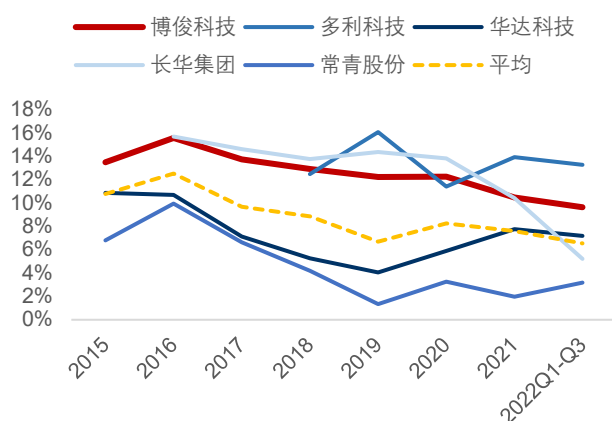
盈利能力来看, 毛利率及净利率均处于平均水平之上。2021 年冲压行业整体受上游原材料钢材涨价影响, 毛利率普遍下行。但是公司近几年毛利率及净利率水平均处于平均水平之上, 毛利率稳定在 20% 以上, 净利率稳定在 9% 以上。

图 24: 可比公司毛利率对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 可比公司净利率对比

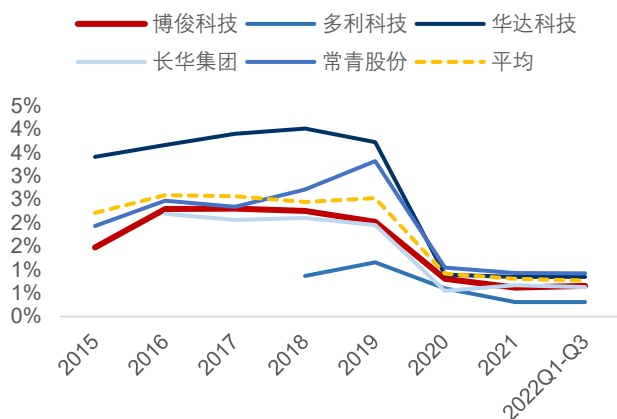


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

期间费用率来看, 公司各项费用率情况与行业平均水平持平。公司前几年持续研发投入, 2016 年-2020 年的研发费用率高于行业水平, 2021 年后公司研发能力逐步变现, 研发费用

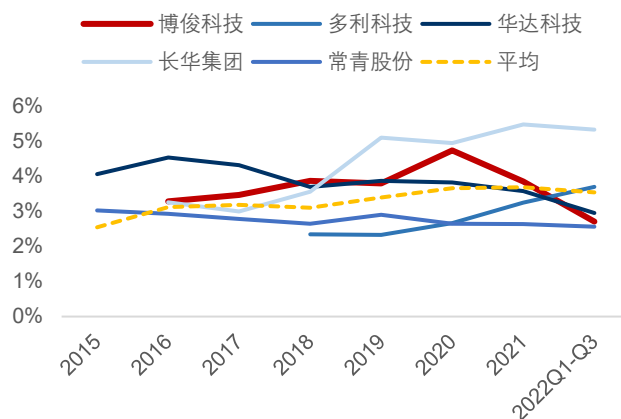
率回落至行业平均水平。其他各项费用率来看，销售、管理费用率与平均水平持平。

图 26：可比公司销售费用率对比



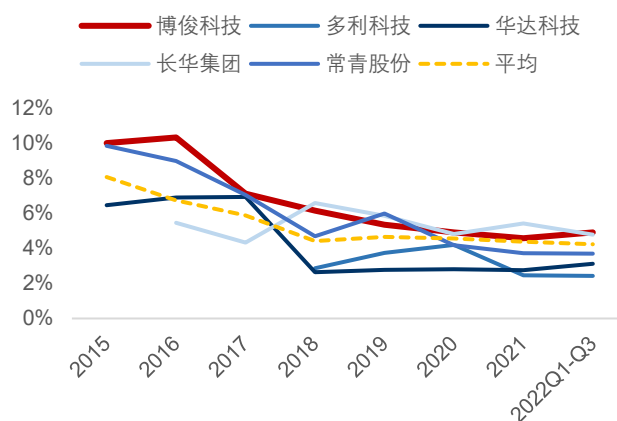
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：可比公司研发费用率对比



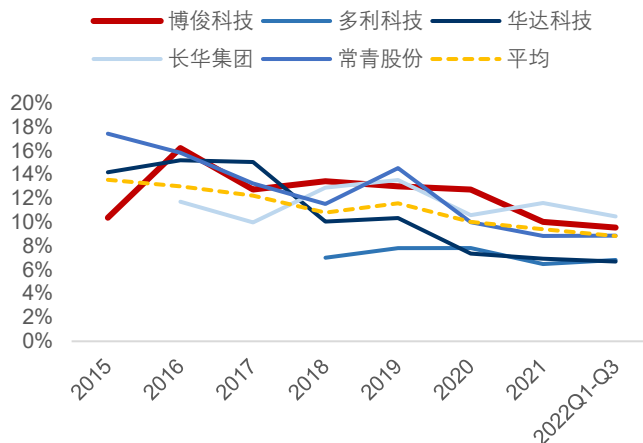
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28：可比公司管理费用率对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29：可比公司期间费用率对比



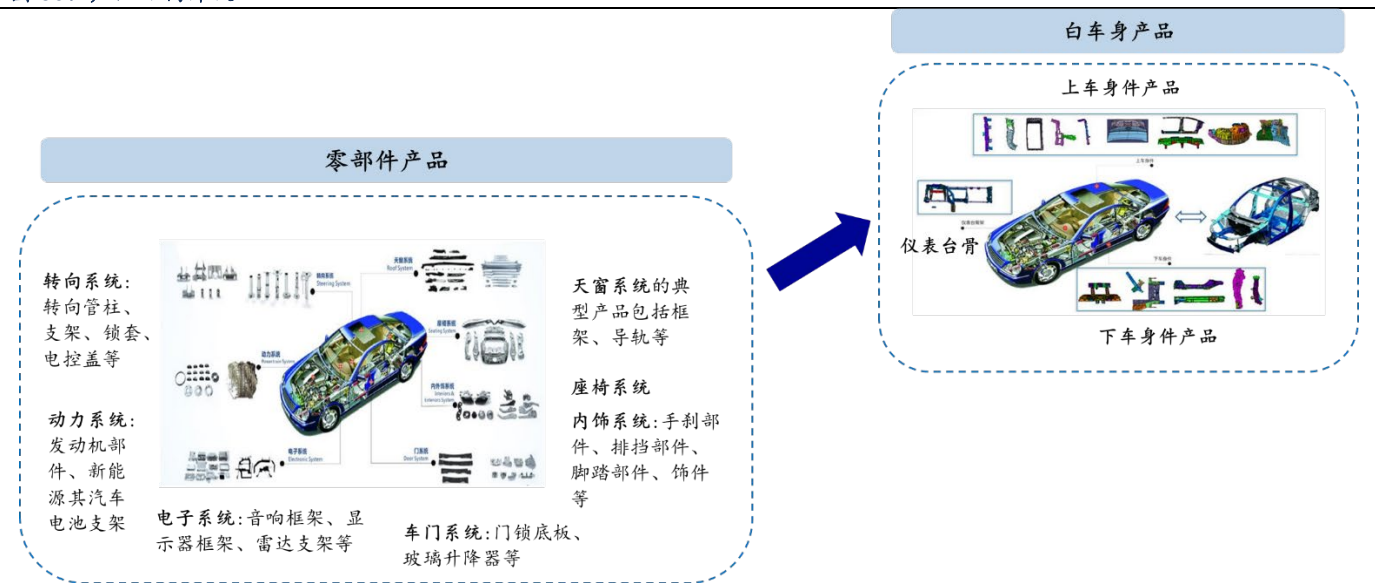
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 公司产品、客户、技术、产能迎来四重突破

2.2.1 产品结构升级，单车价值量有望提升

公司产品结构升级，单车价值量有望提升。公司原有冲压件产品主要应用在转向系统、动力系统、车门系统、内饰系统等，单价在 2-10 元不等。近两年产品逐步升级至白车身总成件，主要应用在上车身、下车身、及仪表台骨架处等总成产品，产品结构升级，单车价值量有望提升。

图 30：产品结构升级

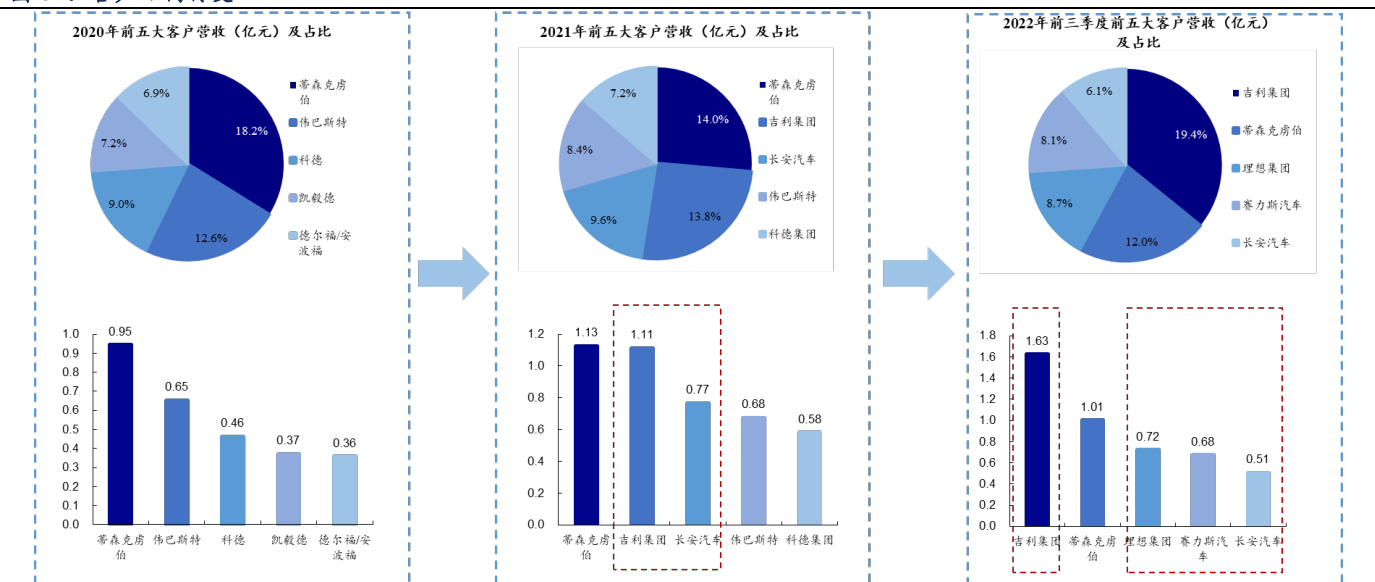


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2.2 客户拓展，供应身份由 Tier 2 转至 Tier 1

供应身份由 Tier 2 转变至 Tier 1，对主机厂营收增加。公司原有客户结构主要为国际优质零部件厂商如蒂森克虏伯、伟巴斯特、安波福等，这几年得益于公司产品结构升级。下游客户逐步拓展至国内优质的自主品牌车企以及造车新势力等。自从 2021 年之后公司前五大客户营收结构也已经发生了转变，如吉利、长安等逐步进入公司前五大客户营收体系里，2022 年前三季度又新增理想、赛力斯等新势力车企。

图 31：客户结构转变



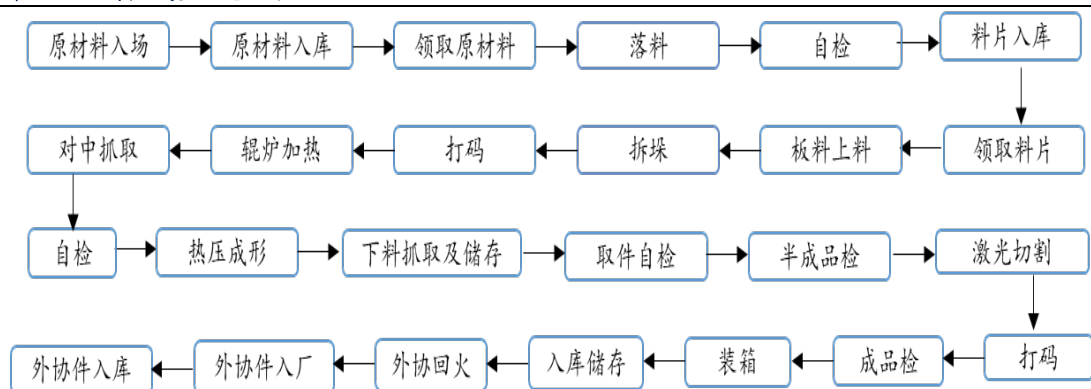
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2.3 “热冲压设备+热成型工艺+激光焊接技术”布局完善

公司于2018年开始布局轻量化业务，热成型工艺布局完善。公司于轻量化业务的投入较早，2018年即开始布局，目前汽车轻量化量产技术主要围绕热成型高强度钢进行，公司在较早

布局的情况下，热成型工艺进入收获期。

图 32：公司热成型工艺流程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司新增设备主要围绕热冲压产线、自动化焊接产线、激光焊接产线等新技术布局。在其他技术方面，公司主要围绕冲压的自动化产线、以及先进的激光焊接工艺布局。如公司 2019 年新增产线和设备有 MQB 激光焊接线、4KW 激光焊接设备、压力机自动化生产线等。

表 3：公司 2019 年新增产线和设备

主体	设备名称	原值（万元）	使用部门
重庆博俊	压力机自动化生产线	5290.24	冲压车间
重庆博俊	压力机	1875.11	冲压车间
重庆博俊	U60&S160 项目焊接生产线自动化集成	1319.50	焊接车间
博俊科技	MQB 激光焊接线	758.62	激光焊接车间
博俊科技	C2 激光焊接工作站	422.41	激光焊接车间
博俊科技	4KW 激光焊接设备	376.07	激光焊接车间
重庆博俊	三坐标测量机	232.76	质量部
重庆博俊	数控机床	156.90	模具加工中心
重庆博俊	精密高强度厚板三合一伺服电脑送料机	80.17	冲压车间
重庆博俊	D32/10T-28.5MRH 双梁桥式起重机（32T）	49.61	冲压车间
重庆博俊	D32/10T-28.5MRH 双梁桥式起重机（32T）	49.61	冲压车间
重庆博俊	D32/10T-28.5MRH 双梁桥式起重机（32T）	49.61	冲压车间
博俊科技	自动双头镗床	49.57	二次加工车间
重庆博俊	冲床开式固定台压力机	47.93	冲压车间
重庆博俊	冲床开式固定台压力机	45.52	冲压车间
重庆博俊	冲床开式固定台压力机	45.52	冲压车间
重庆博俊	冲床开式固定台压力机	45.52	冲压车间
博俊科技	三合一送料机 MAC4-800	43.40	冲压车间

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

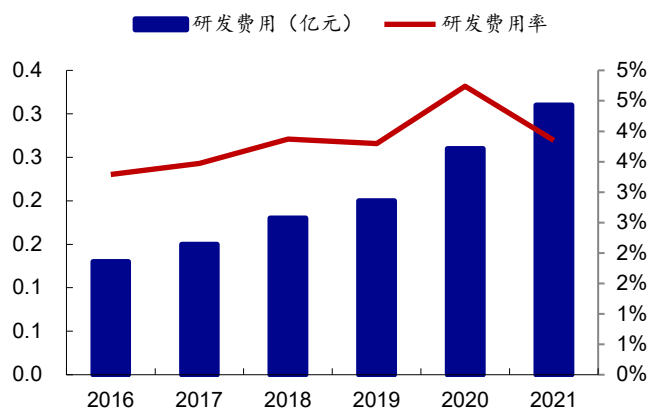
表 4：截至 2022Q3 公司账面净值 1000 万元以上的设备情况

设备名称	使用寿命	账面原值（万元）	22Q3 账面净值（万元）
1200 吨断续冲压线	10	10,813	8,559
热成型生产线	10	3,042	2,536
焊接自动化系统集成	10	3,936	3,195
常州热成型生产线	10	3,470	3,374
合计		21,261	17,665

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

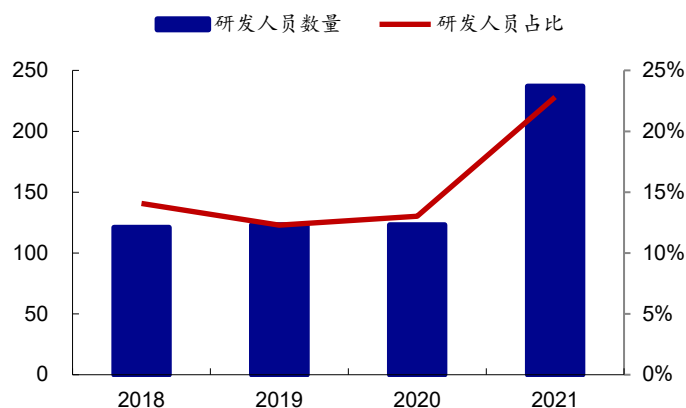
持续研发投入，稳定先发优势。公司近几年研发费用稳步增长，2021 年研发费用为 0.31 亿元，同比+19.2%。研发人员配置方面，2021 年公司研发人员呈现明显增长，且占比提升，公司 2021 年研发人员为 237 人，研发人员占比达到 22.8%。

图 33：研发费用（亿元）及研发费用率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 34：研发人员数量（人）及占比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.2.4 募投扩产，就近配套巩固优势

募投扩产，支撑订单需求。公司在手订单充沛，通过募投扩产匹配订单需求。公司 2020 年通过 IPO 募集资金 3.9 亿元，用于公司的零部件、模具等产能扩建。2023 年拟发可转债募投 5.0 亿元资金，用于常州博俊的汽车零部件和模具产能扩建。

表 5：公司募投项目情况

时间	募集方式	募投项目	项目总投资额（万元）	募集资金投资额（万元）
2020 年	首次公开发行	汽车零部件、模具生产线建设项目	48,000.00	21,609.53
		汽车零部件、模具生产基地项目	30,000.00	10,477.21
		补充流动资金	7,000.00	7,000.00
		合计	85,000.00	39,086.74
2023 年	可转债募集资金	常州博俊科技有限公司年产 5000 万套汽车零部件、1000 套模具项目	50,000.00	18,682.58
		汽车零部件产品扩建项目	30,000.00	24,317.42

补充流动资金

7,000.00

7,000.00

合计

87,000.00

50,000.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司生产基地分布较广，可以就近配套车企巩固先发优势。公司的目前有六大生产基地，主要分布在昆山、常州、西安、杭州、重庆、成都，各个生产基地可做到就近配套附近主机厂，巩固和主机厂的稳定配套关系。

图 35：产地分布，就近配套



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3、布局一体化压铸，打开长期成长空间

3.1 轻量化趋势下一体化压铸空间广阔

汽车轻量化路径中逐步加大铝合金渗透率。实现轻量化的技术方向包括结构、工艺和材料轻量化。一般汽车中各材料的使用比例为：钢铁占 64%，高分子及复合材料占 9%，铝占 8%，弹性材料占 4%，玻璃占 3%，铜占 2%，其他材料占 10%。而美国钢铁协会数据显示，钢铁在普通乘用车重量中所占比重仍在 54%左右，因此将钢铁替换成轻量化材料是实现轻量化的核心。轻量化的替代材料主要有高强度钢、铝合金、镁合金、金属+碳纤维和碳纤维，分材料来看，镁合金因化学性质活泼，存在质量不稳定、价格昂贵和不耐腐蚀等缺点；碳纤维复合材料还处于技术起步阶段且成本高昂；综合来看铝合金密度小、耐腐蚀性好、塑性优良，从生产成本、零件质量、材料利用、制造技术、机械性能、可持续发展等方面具有其他轻量化材料无可比拟的优越性，因此铝合金有望成为汽车工业中的首选轻量化材料。

表 6：常见轻量化材料对比

材料类型	密度 (g/cm³)	比强度	比刚度	能量吸收 (KJ/kg)	较钢材减重
钢	7.85	131	25	22	0
铝合金	2.8	187	25	25	40%
镁合金	1.79	151	39	38	50%
碳纤维	1.5	938	81	121	60%

资料来源：汽车工艺师，信达证券研发中心

当前汽车铝合金零部件仍以铸铝为主。汽车用铝合金主要包括轧制材、挤压材、锻造材、铸造铝合金。目前各类铝合金在汽车上使用比例大致为：铸铝 77%，轧制材 10%，挤压材 10%，锻压材 3%。铸造铝合金主要用于制造汽车发动机零部件、壳体类零件和底盘上的其他零件，如轿车发动机缸体、缸盖、离合器壳、保险杠、车轮、发动机托架等几十种零件。轧制材、锻造材、挤压材等变形铝合金主要用于汽车车身，如发动机罩、车顶棚、车门、翼子板、行李箱盖、地板、车身骨架及覆盖件。

高压压铸与其他铸造方式相比具有壁厚薄、生产效率高等优点。铸造分为压铸（高压、低压压铸）和重力铸造。重力铸造是将液态金属注入金属型，在重力作用下结晶凝固获得铸件的工艺。压铸是特殊的铸造，不同于普通重力铸造，压铸是在铝合金液上施加一定压力，使铝合金液充满型腔的工艺，根据压力不同分为低压和高压铸造，是指一种将液态或半固态金属或合金，或含有增强物相的液态金属或合金，在高压下以较高的速度填充入压铸型的型腔内，并使金属或合金在压力下凝固形成铸件的铸造方法。压铸时常用的压力为 4~500MPa，金属充填速度为 0.5~120m/s。因此，高压、高速是压铸法与其他铸造方法的根本区别，也是重要特点。

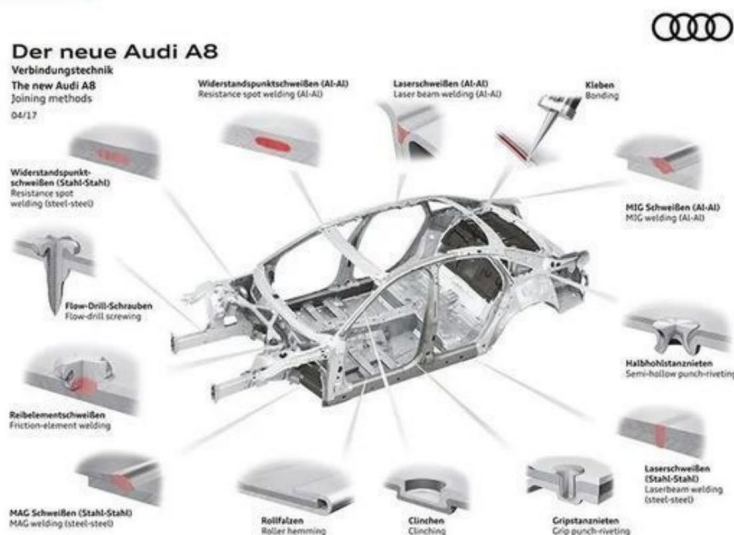
表 7：铸造工艺对比

类别	壁厚	内部组织	热处理	铸件强度	气孔率	铸造效率	尺度精度	典型应用
重力铸造 (金属型)	厚 2-3mm	结晶细	能	高	小	低	中等 IT12-14	大壁件类部件，如转向节、控制臂等底盘安全件
低压铸造	中 2mm	结晶细	能	高	小	中	中等 IT12-14	中等壁厚且性能要求较高的部件，如车轮等底盘安全件
高压铸造	薄 0.5-0.7mm	表面结晶 细、内部多 空洞	不能	低	高	高	高 IT11-13	结构复杂的壳体、缸体缸盖类薄壁部件

资料来源：《某车型铝合金减震器塔压铸材料和工艺设计研究》，信达证券研发中心

汽车轻量化趋势下，一体化压铸优势凸显。传统汽车车身为钣金焊接结构，但铝合金表面高熔点氧化层影响焊接强度、韧性较低影响冲压效果。以奥迪 A8 为例，其全铝车身制造通常需要包括点焊、激光焊、涡流焊、铆接、自切削螺钉联接、卷边等 14 种连接工艺，制造工艺复杂度远高于以电阻焊为主的钢制白车身，减重性能更好的全铝车身在现有冲压+机器人焊接的工艺模式下预计难以普及。

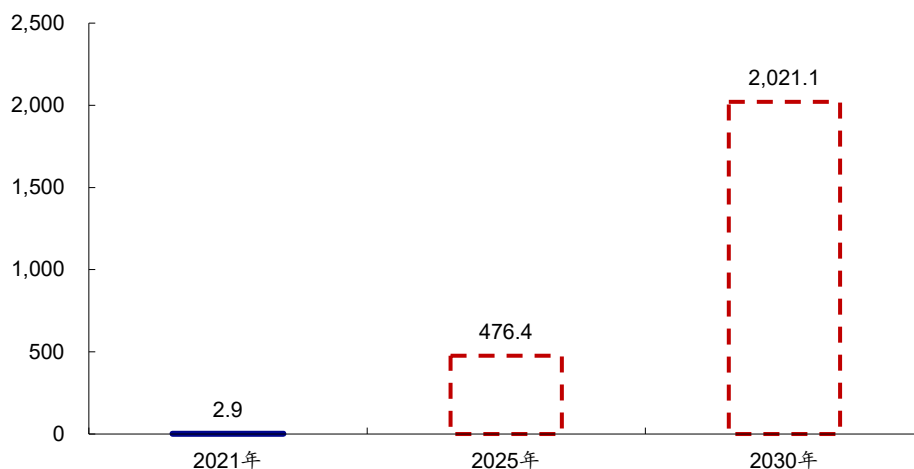
图 36：奥迪 A8 车身连接技术



资料来源：腾讯汽车，汽车之家，信达证券研发中心

一体化压铸部件空间广阔，2025 年市场规模有望达到近 500 亿元。根据信公咨询统计数据，新能源汽车一体化压铸后地板、前地板、中地板的重量分别为 50-60、110、70kg，按照 50-60 元/kg 的定价模式，单车价值量分别约为 3000、6000、3850 元。结合此前假设，测算出 2021 年一体化压铸部件的市场规模为 2.9 亿元，我们预计 2025 年、2030 年一体压铸部件市场规模分别为 476.4、2021.1 亿元，年复合增速分别为 258%、225%。

图 37：一体化压铸空间测算（亿元）



资料来源：信公咨询，信达证券研发中心

3.2 各厂商纷纷布局抢先机，业绩贡献在即

格局尚未明晰，公司布局一体压铸抢先机。一体压铸文灿股份、广东鸿图、拓普集团、旭升股份等中游压铸厂商分别采购大型压铸机，其中文灿股份、广东鸿图、拓普集团在经验积累和订单获取上具有先发优势，三者与车企建立合作并开始试制一体化压铸件。公司也已购入 5 台 3500-9000T 大型压铸机，布局一体压铸，有望打开长期成长空间。

图 38：一体化压铸厂商布局

企业	大型压铸设备		合作设备厂商	配套车企
 博俊科技	博俊科技	5台3500-9000T	力劲科技	—
 文灿股份	文灿股份	2台6000T、2台7000T、3台9000T	力劲科技	蔚来、理想
 拓普集团	拓普集团	6台7200T	力劲科技	高合
 广东鸿图	广东鸿图	1台6800T,另采购劲大型智能压铸单元8台套(含12000T)	力劲科技	小鹏、比亚迪(对接中)、特斯拉
 旭升股份	旭升股份	未来三年内向海天金属订购总价约2亿元的压铸岛设备,机型覆盖1300T-4500T、6600T和8800T	海天金属	—
 泉峰汽车	泉峰汽车	1台6000T;1台8000T	—	—
 宜安科技	宜安科技	1台6100T	布勒集团	—
 美利信	美利信	2台6600T,3台8800T	海天金属	—
 江西森萍科技	江西森萍科技	6000T、9000T、12000T	力劲科技	—
 海威股份	海威股份	规划部署共计6台套力劲6600T和9000T超大型智能压铸单元	力劲科技	—
 爱柯迪	爱柯迪	爱柯迪2022年拟购入45台压铸机,其中包括2台6100T和2台8400T	布勒集团	—
 云海金属	云海金属	2台6800T、2台7000T	力劲科技、伊之密	—

资料来源：博俊公告、佐思汽研，信达证券研发中心

4、盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测及假设

我们预测公司 2022-2024 年总营收为 12.94 亿元、21.27 亿元、34.13 亿元，同比+60.6%、64.4%、60.5%。分业务来看：1）主要业务冲压业务因白车身新品拓展，有望延续较高营收增速，且在规模化效应显现下，毛利率有望逐年提升；2）注塑、商品模、其他业务等每年保持较平稳的发展。

表 8：分业务收入预测（百万元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
冲压业务	营业收入	622.27	1200.00	2016.00	3279.70
	YOY	49.36%	92.84%	68.00%	62.68%
	毛利率	16.19%	19.00%	20.00%	20.50%
注塑业务	营业收入	107.34	70.00	80.00	96.00
	YOY	10.29%	-34.58%	14.29%	20.00%
	毛利率	28.66%	29.00%	29.50%	29.50%
商品模业务	营业收入	10.44	4	6	7.2

	YOY	79.38%	-61.69%	50.00%	20.00%
	毛利率	47.70%	47.70%	47.70%	47.70%
其他业务	营业收入	65.46	20.00	25.00	30.00
	YOY	123.41%	-69.45%	25.00%	20.00%
	毛利率	89.67%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	营业收入	805.5	1294.00	2127.00	3412.90
	YOY	47.78%	60.64%	64.37%	60.46%
	毛利率	24.23%	20.73%	21.26%	21.42%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.2 估值与投资评级

我们预测公司 2022 年-2024 年归母净利润为 1.3 亿元、2.2 亿元、3.8 亿元，同比增长 56.1%、70.1%、69.5%，对应 EPS 为 0.85、1.44、2.45 元，PE 为 36.1/21.2/12.5 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 2024 年 17 倍目标 PE，对应目标市值 65 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价（元）	总市值 （亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2023/03/02		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
605018.SH	长华集团	11.73	55.31	1.51	2.56	3.08	36.6	21.6	18.0
603768.SH	常青股份	17.38	35.46	0.82	1.68	2.88	43.2	21.1	12.3
603348.SH	文灿股份	59.06	149.52	2.72	5.93	8.71	55.0	25.2	17.2
600933.SH	爱柯迪	24.23	214.01	6.22	8.01	10.49	34.4	26.7	20.4
605133.SH	嵘泰股份	39.44	58.32	1.51	2.34	3.13	38.6	24.9	18.6
603982.SH	泉峰汽车	21.76	57.41	0.09	1.88	3.20	637.9	30.5	17.9
			平均值				141.0	25.0	17.4
300926.SZ	博俊科技	30.60	47.40	1.31	2.24	3.79	36.1	21.2	12.5

资料来源：Wind，可比公司盈利预测来自于 Wind 一致预期，信达证券研发中心

5、风险因素

新客户拓展不及预期；一体压铸推进速度不及预期；产能推进不及预期等。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	922	960	1,397	2,276	3,168
货币资金	397	178	349	680	871
应收票据	14	38	70	107	177
应收账款	244	377	376	742	960
预付账款	18	46	103	134	188
存货	206	284	455	566	922
其他	45	37	44	46	50
非流动资产	572	836	1,175	1,309	1,404
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	415	444	474	635	750
无形资产	45	44	82	90	98
其他	113	349	620	585	557
资产总计	1,494	1,795	2,573	3,585	4,572
流动负债	582	782	1,238	2,039	2,667
短期借款	149	154	419	519	469
应付票据	106	218	266	571	770
应付账款	227	305	436	774	1,163
其他	100	105	117	175	265
非流动负债	42	67	69	74	79
长期借款	30	55	42	47	52
其他	12	12	27	27	27
负债合计	624	849	1,307	2,112	2,745
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	870	947	1,266	1,473	1,827
负债和股东权益	1,494	1,795	2,573	3,585	4,572

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	549	806	1,294	2,127	3,413
同比(%)	5.2%	46.8%	60.6%	64.4%	60.5%
归属母公司净利润	67	84	131	224	379
同比(%)	5.6%	25.2%	56.1%	70.1%	69.5%
毛利率(%)	29.0%	24.2%	20.7%	21.3%	21.4%
ROE%	7.7%	8.9%	10.4%	15.2%	20.8%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.54	0.85	1.44	2.45
P/E	70.43	56.28	36.05	21.19	12.50
P/B	5.45	5.01	3.74	3.22	2.59
EV/EBITDA	-1.22	24.52	22.90	13.62	8.61

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	549	806	1,294	2,127	3,413
营业成本	390	610	1,026	1,675	2,682
营业税金及附加	5	6	10	16	26
销售费用	4	5	8	14	22
管理费用	27	37	61	100	164
研发费用	26	31	39	66	106
财务费用	13	8	18	26	25
减值损失合计	-5	-16	-1	-1	-1
投资净收益	0	3	5	9	14
其他	0	-8	1	0	1
营业利润	79	87	138	237	403
营业外收支	0	2	2	0	0
利润总额	79	90	140	238	403
所得税	12	5	8	14	24
净利润	67	84	131	224	379
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	84	131	224	379
EBITDA	135	140	214	343	515
EPS(当年)(元)	0.63	0.59	0.85	1.44	2.45

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	40	14	127	481	469
净利润	67	84	131	224	379
折旧摊销	43	48	59	82	96
财务费用	12	6	19	30	32
投资损失	0	-3	-5	-9	-14
营运资金变动	-89	-142	-78	151	-27
其它	6	21	1	3	3
投资活动现金流	-33	-211	-391	-207	-177
资本支出	-34	-215	-448	-216	-190
长期投资	0	0	0	0	0
其他	0	3	57	9	14
筹资活动现金流	326	-30	435	58	-102
吸收投资	353	0	198	0	0
借款	269	227	252	105	-45
支付利息或股息	-9	-13	-29	-47	-57
现金流净增加额	332	-230	171	331	190

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。