

# 冲压细分龙头 转型一体压铸

## 多利科技（001311）深度报告

华西汽车团队：

崔琰（S1120519080006）/

郑青青（S1120522120001）/ 王旭冉 / 胡惠民 / 杜丰帆 / 乔木 / 马天韵

2023年03月17日



聚焦汽车四化

把握产业趋势



专注汽车行业投资研究，提出汽车四化（电动化、智能化、网联化、共享化），关注新能源汽车、汽车后市场、智能汽车、车联网等领域，希望通过研究可以为汽车产业与投资贡献力量。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## H 核心推荐逻辑

- ✓ **冲压零部件细分龙头，新能源驱动高成长。** 公司系国内冲压零部件细分龙头，前纵梁2022H1在中国乘用车的市占率近4%，C柱内安装板总成2021年在新能源市场占有率近12%。公司深耕汽车冲压零部件与冲压模具领域，模具技术发展促进冲压件业务降本增效。公司具有多项技术专利，配备多种设备与软件保证产品质量，盈利能力与成本控制能力行业领先。公司配套上汽系起家，2020年以来积极拥抱新能源，陆续进入特斯拉、理想汽车、蔚来汽车等配套体系。
- ✓ **特斯拉驱动成长，新势力客户持续开拓。** 公司2019年开始配套特斯拉供应商，为Model 3/Model Y提供加强板和翼子板等冲压件，我们预计单车配套价值过千元，特斯拉的营收占比由2020年的13.2%提升至2022年的47.2%，目前特斯拉已成为公司第一大客户。此外公司与理想汽车、蔚来汽车等合作不断加深，全面覆盖主要车型，配套份额不断提升。
- ✓ **发力轻量化和自动化，前瞻布局一体化压铸。** 公司重点发力轻量化和自动化，研发投入不断增加，人均产值持续提升，产品品类逐步拓宽至电池托盘等。2021年公司购买布勒6,100T压铸机，主要用于生产汽车底盘一体化相关产品，有望凭借先发优势抢占份额。

表：盈利预测

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,772	3,355	4,109	5,447	7,355
YoY (%)	64.6%	21.0%	22.5%	32.6%	35.0%
归母净利润(百万元)	386	445	545	715	1,010
YoY (%)	147.8%	15.5%	22.4%	31.3%	41.2%
毛利率 (%)	24.7%	24.5%	24.0%	24.1%	24.3%
每股收益 (元)	3.64	4.20	3.86	5.06	7.15
ROE	27.2%	23.9%	12.3%	13.9%	16.4%
市盈率	22.25	19.28	21.01	16.00	11.33

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：收盘价截至2023.3.16

✓ **投资建议：**公司深耕汽车冲压零部件，绑定特斯拉、理想、蔚来等新能源客户，有望凭借性价比和快速响应能力实现市占率的提升；公司积极拓展电池托盘、一体化压铸件等新品类，有望迎来量价齐升，打开中长期成长空间。预计公司2023-2025年营收41.09/54.47/73.55亿元，EPS 3.86/5.06/7.15元，对应2023年3月16日80.99元/股收盘价，PE分别21/16/11倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

✓ **风险提示：**汽车销量不及预期、冲压零部件市占率提升不及预期、竞争加剧、原材料价格波动风险等。



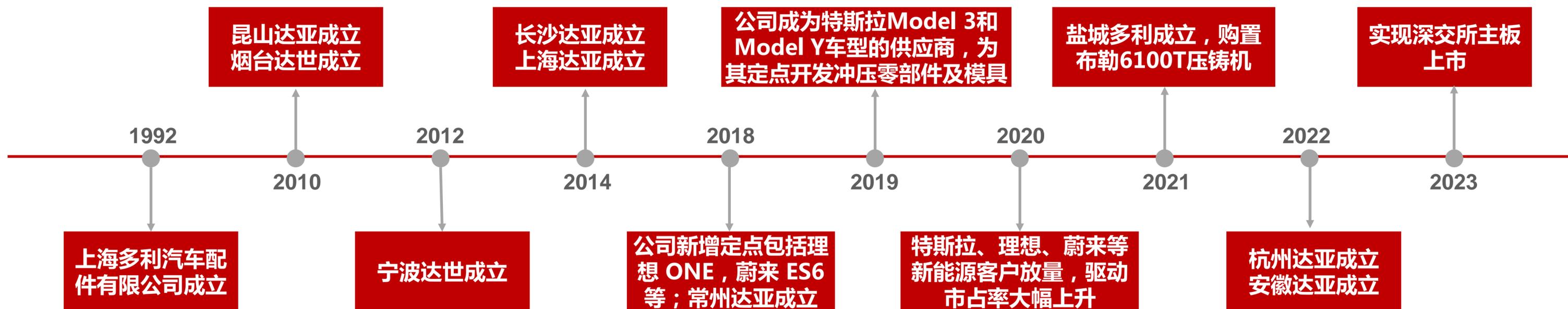
## 目录

---

- **公司概况：冲压件细分龙头 新能源驱动高成长**
- 行业分析：冲压件千亿市场 一体压铸大势所趋
- 核心看点：冲压件双维齐驱 一体压铸先发布局
- 投资建议
- 风险提示

# H 公司概况 | 绑定优质客户的冲压零部件细分龙头

图：公司发展历程



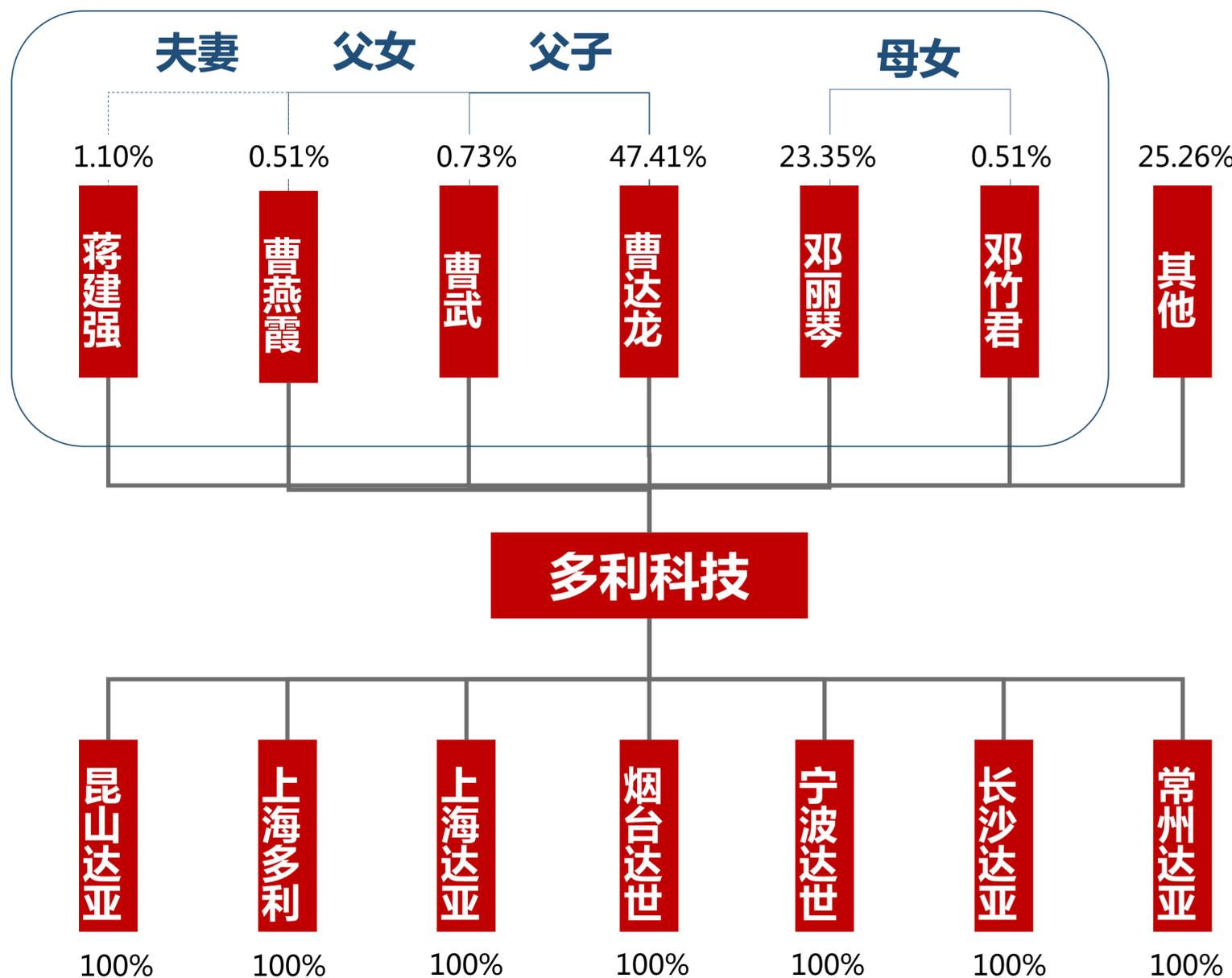
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 冲压零部件细分龙头 客户和产品双拓展

- ✓ 公司从事汽车冲压零部件及相关模具的开发、生产与销售。公司的客户包括上汽大众、上汽通用、特斯拉、理想汽车等整车制造商以及新朋股份、华域车身和上海汇众等零部件供应商。2018年公司设立常州达亚并收购长沙达亚，负责产品的生产制。2019年5月，公司收购烟台达世和宁波达世，负责产品的生产与物流中转。2019年11月，公司收购上海达亚，负责原材料采购、产品销售和客户维护。2020年，公司先后收购上海多利、昆山威特亿和昆山达亚等全资子公司。2023年，公司于深交所上市。
- ✓ 2018年以来公司积极拥抱新能源，先后突破理想、蔚来、特斯拉等，目前公司前五大客户特斯拉、理想汽车、上汽通用等销售额占比超80%，前纵梁2022H1在中国乘用车市场占有率近4%，C柱内安装板总成2021年在新能源市场占有率近12%；2021年成立盐城多利，购置布勒6,100T压铸机，转型布局一体化压铸。

# H 股权结构 | 创始人持股集中 决策高效经营理念连续

图：公司截至2023年2月27日的股权结构  
一致行动人（74.74%）



## 集中的股权结构助力高效决策

- ✓ 股权结构上，公司创始人曹达龙和邓丽琴和分别持股47.41%和23.35%，曹达龙的直系亲属和女婿共计持股2.34%，邓丽琴之女邓竹君持股0.51%，共同构成一致行动人，合计持股占比达74.74%。
- ✓ 公司拥有烟台达世、宁波达世、上海达亚、上海多利和盐城多利等10家全资子公司（其中昆山威特亿于2020年被昆山达亚吸收合并）。
- ✓ 公司股东经营理念一致，并已建立现代法人治理结构，高级管理人员由董事会任命，治理结构稳定，在公司进行重大经营和投资活动等决策时，未出现重大分歧，保持较高决策效率。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

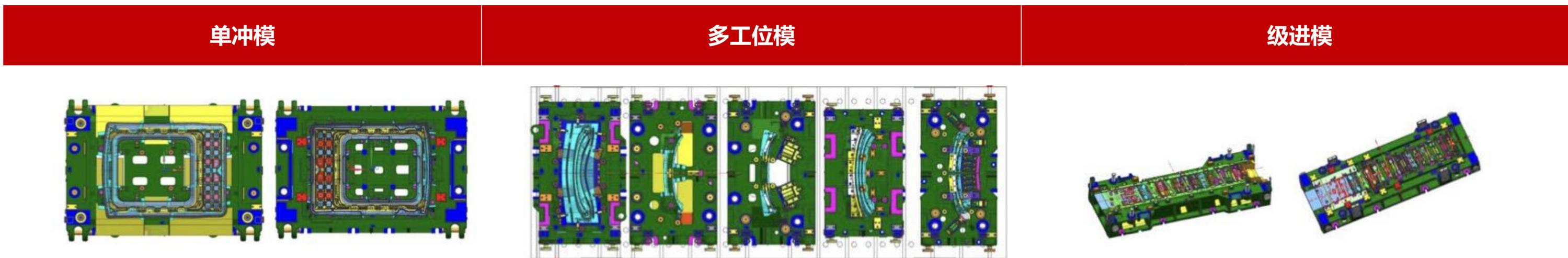
# H 高管团队 | 多位核心高管司龄超12年 团队稳定从业经验深厚

图：公司高管介绍

高管	职位	简介
蒋建强	总经理	男，1978年出生，本科学历。2020年6月至今任公司董事、总经理。2015年6月至2020年12月任昆山威特亿执行董事、总经理，2018年5月至今任常州达亚执行董事，2021年4月至今任盐城多利执行董事。
曹武	副总经理	男，1989年出生，大专学历，2010年10月至2013年5月任上汽大众测量工程师，2013年6月至今任昆山达亚董事、总经理，2019年12月至今任公司副总经理。。
曹燕霞	副总经理	女，1981年出生，大专学历。2019年12月至今任公司董事、副总经理。此外，2010年6月至今任昆山达亚监事，2010年9月至今任烟台达世监事，2012年8月至今任宁波达世监事，2014年7月至今任上海达亚监事。
陈浩	副总经理	男，1980年出生，本科学历。2007年10月至2010年1月任浙江通达光学有限公司产品工程师，2010年2月至2013年4月任上海多利生产车间主任，2013年4月至今任昆山达亚生产车间主任，2019年7月至2020年6月任公司总经理，2020年6月至今任公司副总经理。
高国环	副总经理	女，1972年出生，本科学历。2004年4月至2006年9月任职于德嘉汽车配件(上海)有限公司，负责外贸进出口业务;2006年9月至2020年12月任上海多利销售部副总经理。2020年12月至今任公司副总经理。
曹峰	财务总监	男，1985年出生。2012年10月至2014年2月任中汇会计师事务所有限公司江苏分所高级经理，2014年3月至2018年4月任中汇会计师事务所（特殊普通合伙）江苏分所高级经理，2018年5月至2019年11月任昆山达亚财务科长。2019年12月至今任公司财务总监。
张叶平	董事会秘书	女，1978年出生，硕士学历。2008年-2014年任华龙证券高级经理，2014-2020年历任太安堂药业副总经理、董事会秘书，2020年至今任公司董事，董事会秘书。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：冲压模具业务主要产品

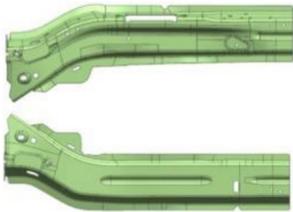
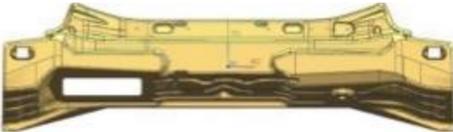
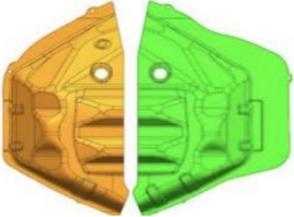


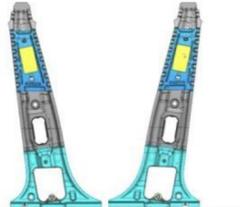
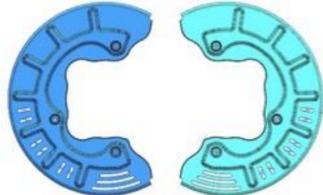
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 公司深耕冲压零部件与冲压模具主业，多条产品线并行完善产业布局

- ✓ **冲压零部件**：公司生产的冲压零部件产品因客户、车型、用途、工艺复杂程度等因素而各不相同，公司生产并销售的冲压零部件合计3000余种。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。
- ✓ **冲压模具**：公司具有行业领先的模具开发能力，目前已形成从前期工艺流程设计分析、冲压工艺模拟分析、到后期模具设计制造的完整技术工艺。这些技术工艺可有效缩短模具制造的周期，提高模具产品的精度，有效控制整体生产成本。公司在冲压模具设计、开发、制造等核心技术上取得了多项专利，公司通过多年的技术积累，可以在高精度、高强度、超高强度材料方面实现单冲模、多工位模和级进模的设计开发、制造加工、销售和服务一体化。

表：冲压零部件业务主要产品

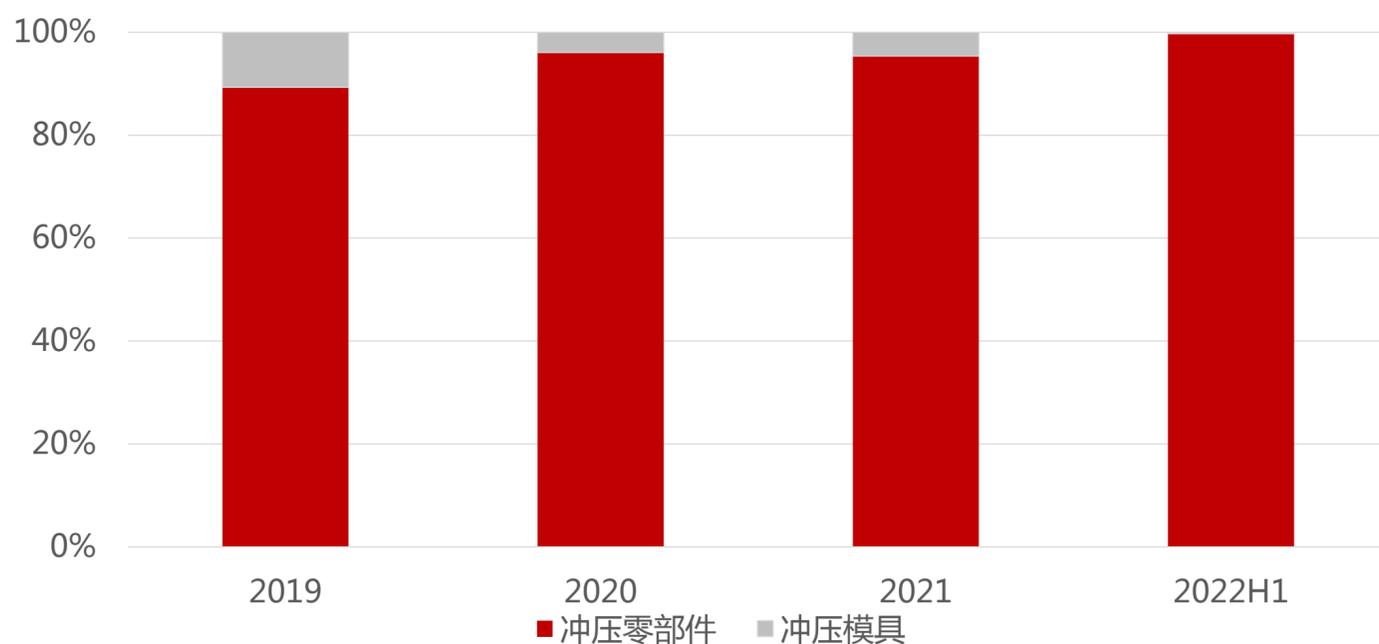
产品	产品图片	主要用途
前纵梁		前纵梁是汽车最重要的承载部件之一，是整个车身系统的支撑；在汽车遭遇撞击时，分解撞击动能，防止车身变形，保护乘客安全
水箱板总成		位于车身后部仪表盘前段，链接左右A柱加强板，使发动机舱内重要组成部分
后纵梁		位于车身后下部，用于支撑后地板，安装后轮悬挂，是车身结构重要的零部件之一
天窗框		位于汽车车顶，主要嵌入在车顶顶盖，是构成整车天窗系统的承载部件，由于天窗本身曲面性特征，使得其在尺寸精度和刚度上均有着较高要求
轮罩		汽车车轮与车厢之间的阻隔部分，用于安装车轮挡泥板及隔音棉等，阻隔车轮行驶过程中产生的泥沙及噪音等

产品	产品图片	主要用途
门窗框		位于汽车的侧围，主要嵌入在汽车车门是构成整车门窗系统的承载部件
顶盖梁		位于车辆顶部，属防顶部加强件的一种降低车辆侧面碰撞顶盖变形，在车身发生翻滚时起到加强保护作用
A柱内板等		位于驾驶舱前部左右两侧，为A柱车厢结构的主要部件；既起到内板等上下连接的作用，又满足碰撞安全的作用；
B柱加强板等		B柱主要的作用就是承受侧面的撞击力，能够充分的保证驾板等驾驶员和乘坐人的安全，同时起到支撑车辆结构的作用
挡泥板		挡泥板是安装在刹车盘后面的板式结构起到保护刹车盘的作用

资料来源：公司公告，华西证券研究所

# 产品结构 | 冲压零部件贡献主要营收 呈量价齐升趋势

图：公司产品收入结构（%）

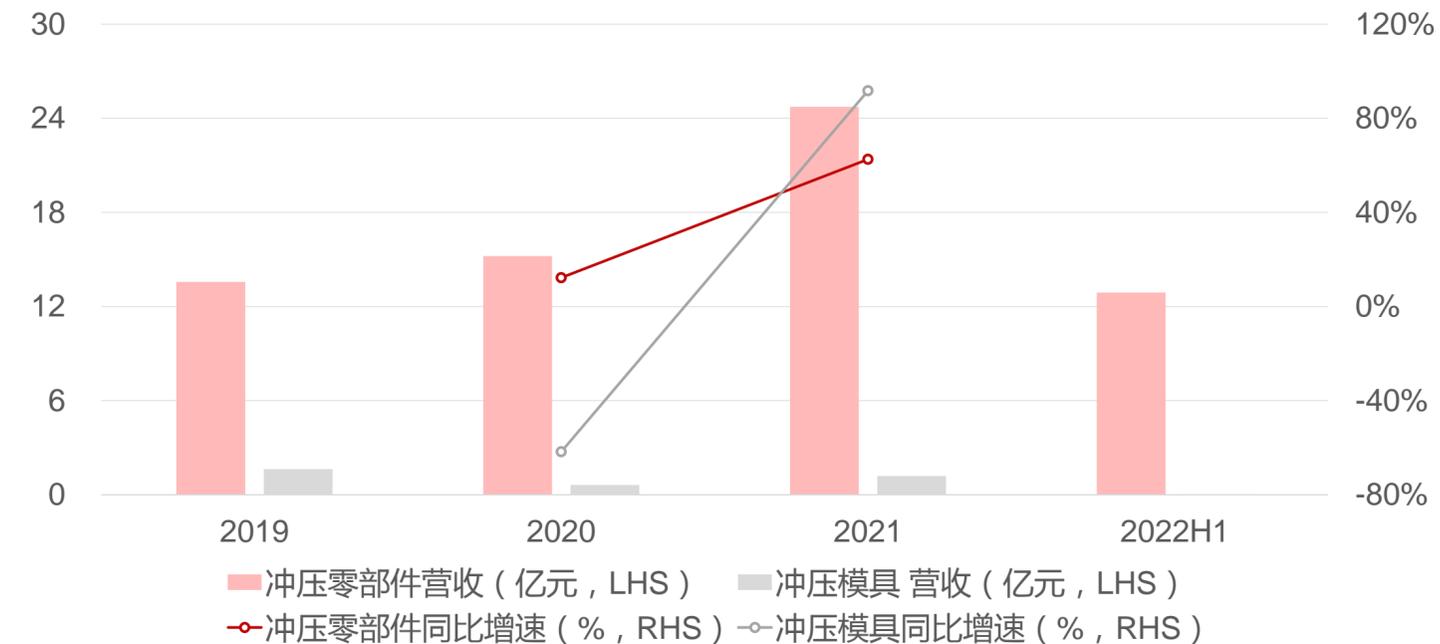


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 冲压零部件为主要营收来源 呈量价齐升趋势

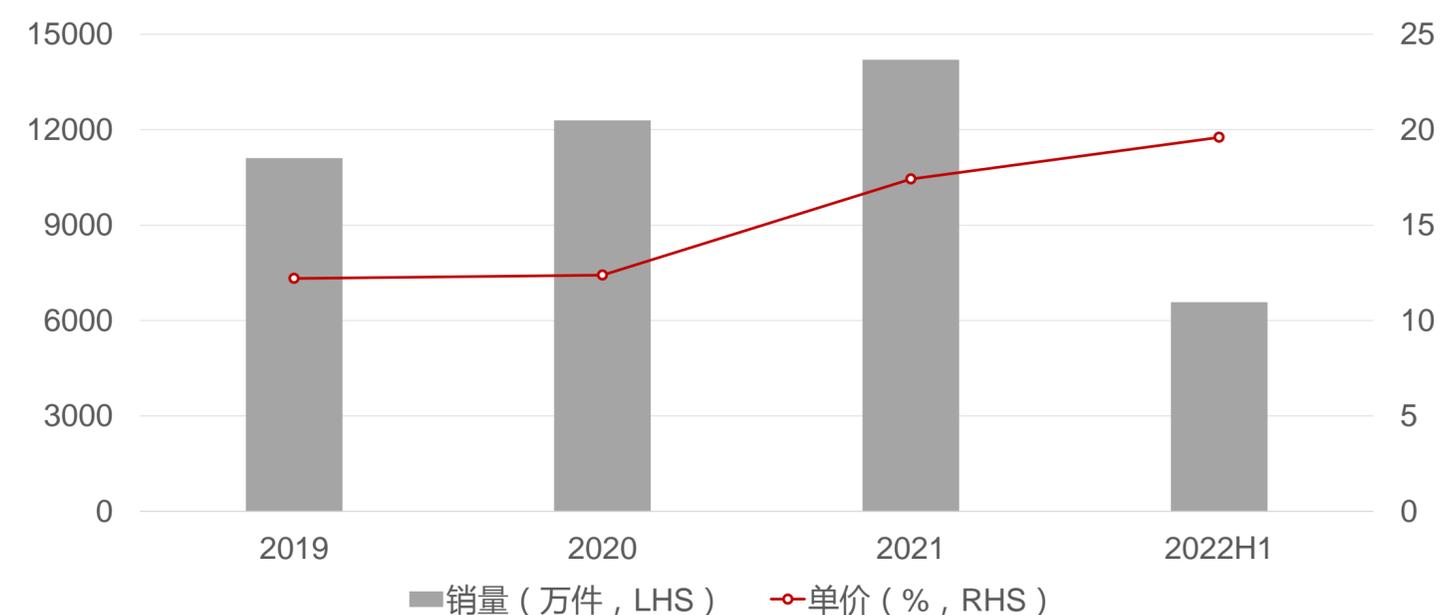
- ✓ 2019-2022H1，公司冲压零部件营收占总收比重保持在85%以上并且持续提升；
- ✓ 2019-2022H1，公司冲压零部件单价分别为12.2/12.4/17.4/19.6元/件；销量分别为1.1/1.2/1.4/0.7亿件，量价齐升。

图：公司冲压零部件和冲压模具营收（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

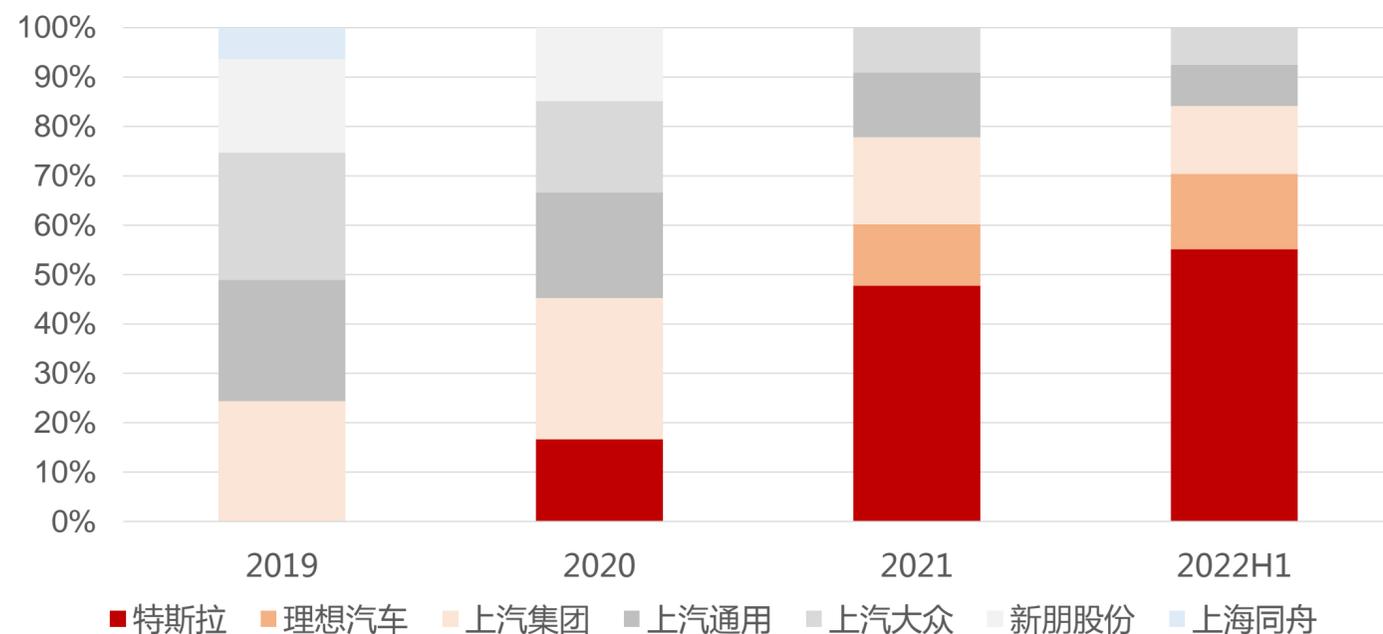
图：汽车冲压零部件产品销量与单价（万件；元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

# 客户结构 | 积极拥抱新能源 特斯拉为第一大客户

图：2019-2022H1公司前五大客户收入占比（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 积极拥抱新能源 特斯拉为第一大客户

- ✓ 公司的直接客户主要为特斯拉、理想汽车、上汽集团、上汽通用、上汽大众和新朋股份等，前五大客户占比由2019年的87.4%下降至2022年的80.8%；
- ✓ 2020年，公司与特斯拉达成合作，绑定程度不断加深，特斯拉营收占比从2020年的13.2%上升至2022年的44.5%；
- ✓ 并积极拓展其他新能源客户，包括理想汽车、蔚来汽车、零跑汽车、华人运通等。

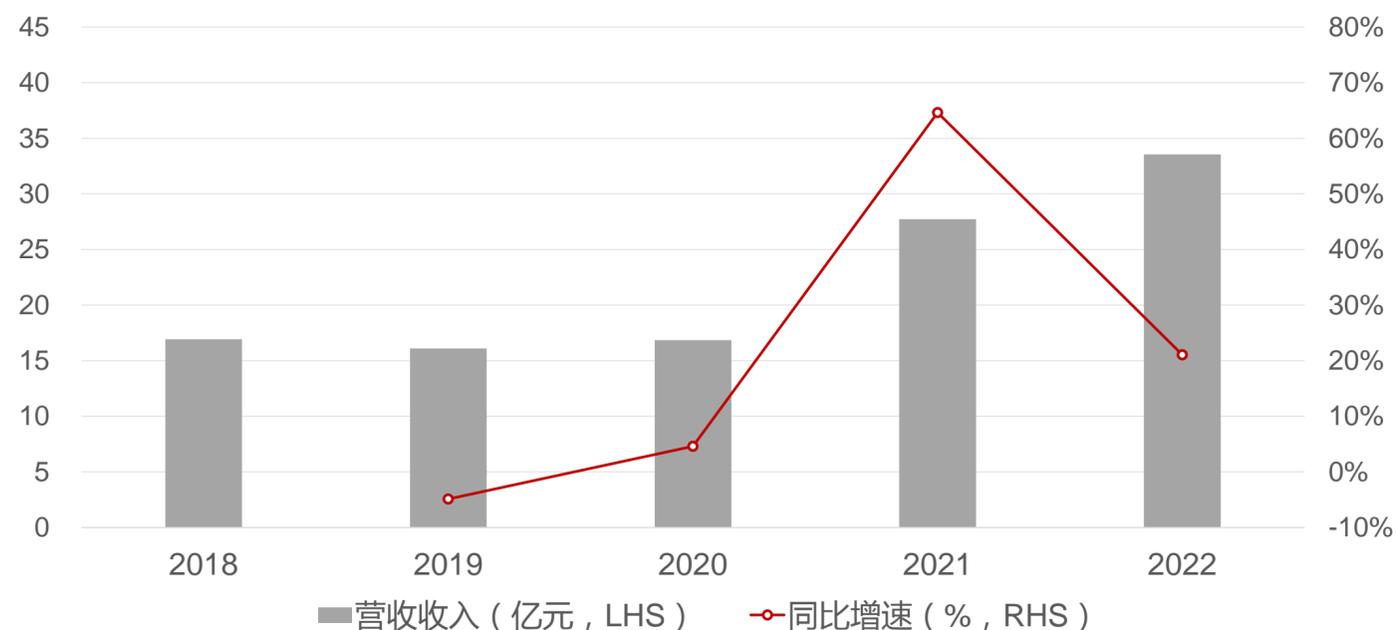
表：公司主要客户情况

客户	品牌	主要车型	主要供应零件
上汽大众	上汽大众	途观/新途观	前纵梁、前围板、窗框压条、安全板和隔板等
		朗逸/新朗逸	中地板、水槽支撑总板、密封槽等
		明锐/新明锐	前纵梁、前围板、前后窗框、侧围板等
		凌度	前纵梁、前围板、前后窗框、侧围板等
		帕萨特/新帕萨特	前围板装配框、车门外板加强板、PAB支架等
		桑塔纳/新桑塔纳	车门加强板、支撑槽、后轮罩纵梁等
上汽大众斯柯达	上汽大众斯柯达	速派	锁横梁加强板焊接总成、隔板、后窗框等
		昕锐	车门加强板、支撑槽、后轮罩纵梁等
		柯迪亚克	后窗框、A柱加强板、密封槽、组合尾灯支座等
上汽通用别克	上汽通用别克	GL8	天窗加强框、顶盖横梁、尾灯板等
		君威	车顶横梁、后风窗延伸板、锁扣板等
		君越	尾灯板、流水槽、锁扣板、前保支架等
		新英朗	B柱内板、2#梁总成等
		科沃兰	气弹簧支架、缓冲盖加强板等
		迈锐宝	侧围流水槽、尾灯安装板总成等
上汽通用凯迪拉克	上汽通用凯迪拉克	XT5	天窗加强框、A柱外板等
		CT4/5	前风窗上横梁总成、天窗加强框等
		ATS	后桥支架总成、锁扣板总成、拖钩等
上汽大通	上汽大通	G50	后侧围内板、后轮罩外班、C柱门槛内板加强板等
		V90	后侧围下内板、板簧前吊耳横梁等
一汽大众	一汽大众	速腾/宝来	水箱腹板、加强板焊接总成、水箱总成等
特斯拉	特斯拉	Model Y	门铰链加强板、副车架支架、顶盖总成等
		Model 3	翼子板内板、车门防撞梁、玻璃导轨灯
理想汽车	理想汽车	理想ONE	翼子板内板、车门防撞梁、玻璃导轨灯
		理想L7	空气室盖总成、后围总成、天窗加强板焊接总成、顶盖中横梁总成、前围上盖板总成
		理想L8	
		理想L9	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

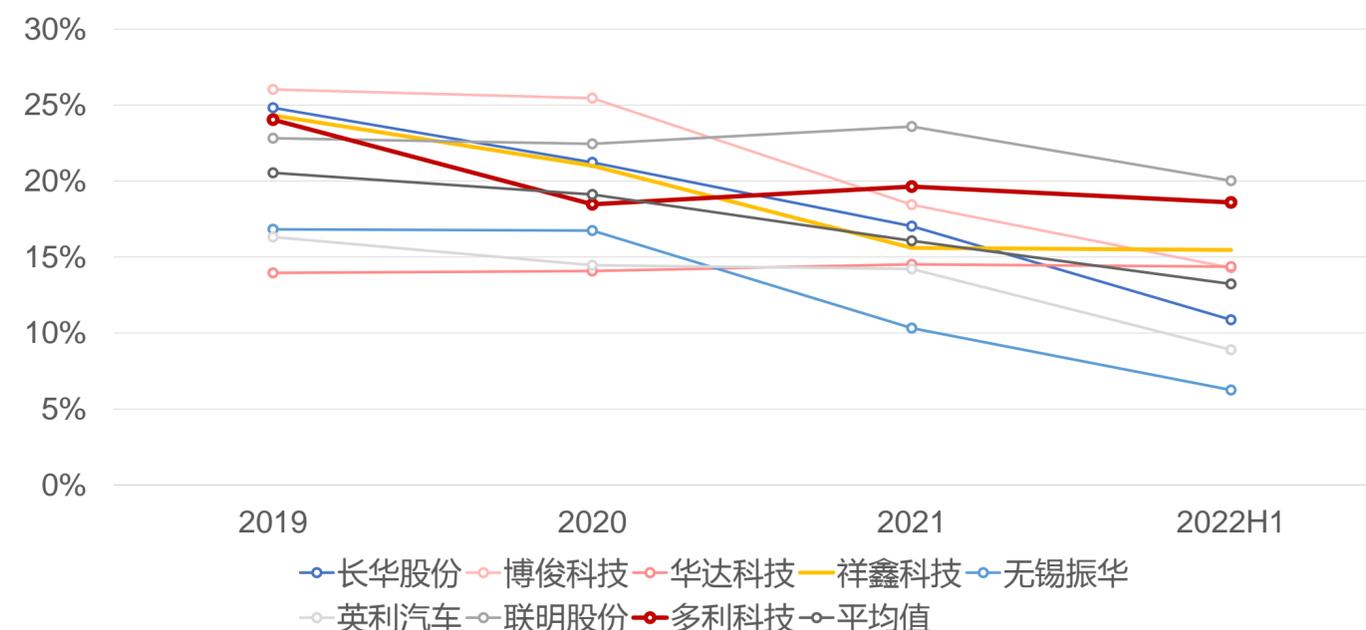
# H 财务表现 | 新能源驱动营收高成长 毛利率优于竞争对手

图：公司营业收入及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：公司与竞争对手毛利率对比（%）



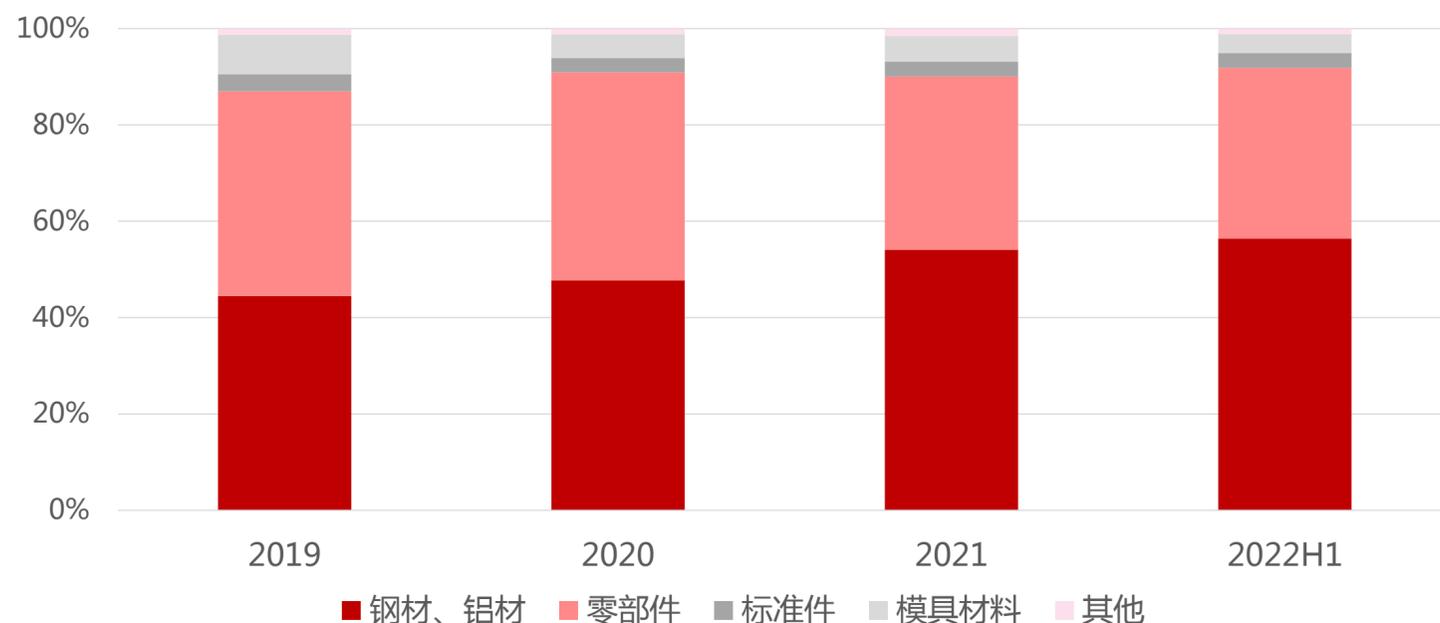
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 新能源驱动营收高成长 毛利率优于竞争对手

- ✓ 2019-2022年，公司营收分别为16.1亿元/16.8亿元/27.7亿元/33.6亿元，分别同比-4.9%/4.6%/64.6%/21.0%。2020年以来公司在维持与原有客户业务合作的基础上，成为特斯拉、蔚来汽车、理想汽车等新势力车企的供应商，新能源客户放量驱动业绩快速增长；
- ✓ 2019-2022H1，公司主营业务毛利率分别为18.6%/19.6%/18.5%/24.0%，稳中有升，且显著高于竞争对手。公司的冲模工艺精湛，自制模具可以有效降低冲压件的制造成本，从而降低营业成本，提升毛利率。

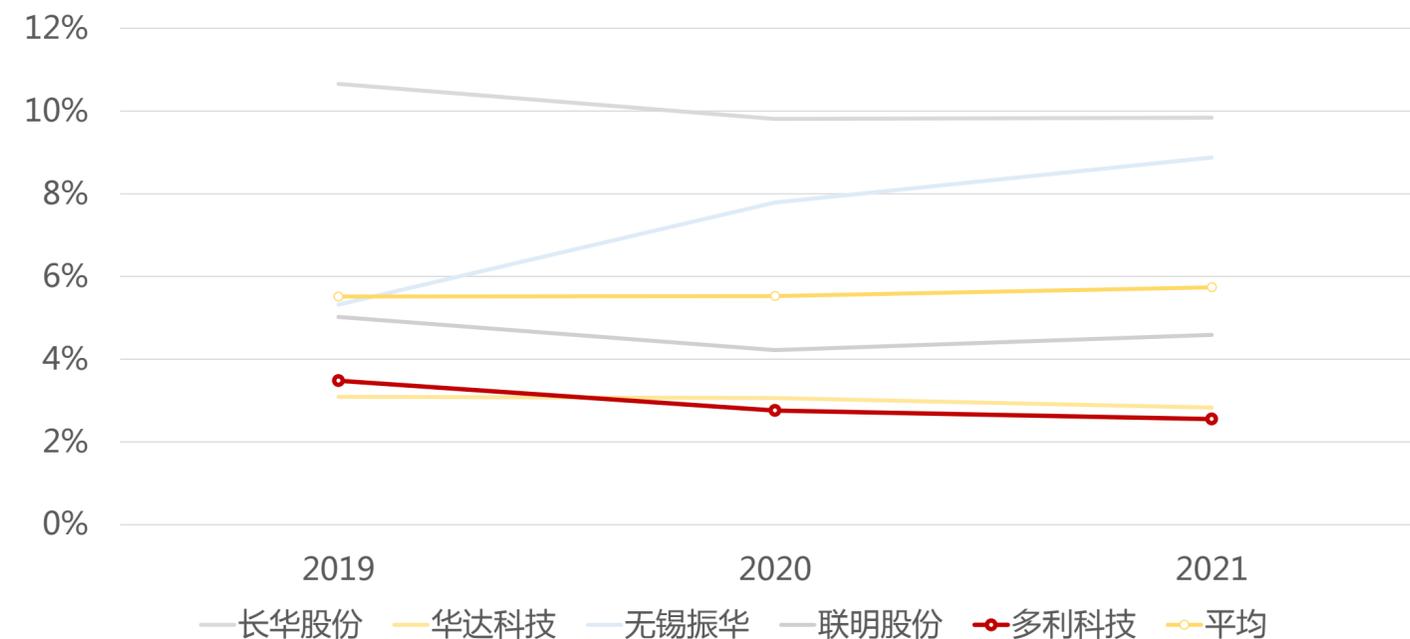
# H 财务表现 | 钢铝成本占比50%+ 自动化助推成本优化

图：2019-2022H1公司营业成本构成（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：公司与竞争对手人工成本占比对比（%）



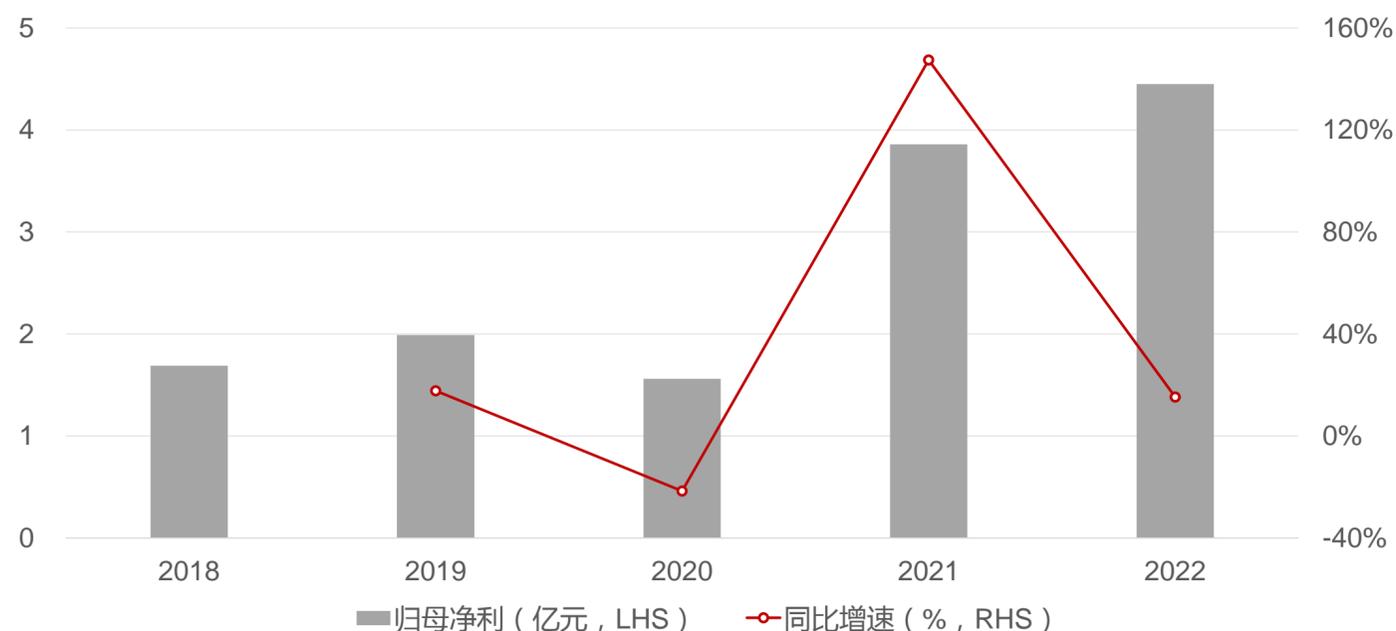
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 钢铝成本占比50%+ 自动化助推成本优化

- ✓ 2019-2022H1，公司钢材和铝材占总成本的比重分别为44.5%/47.7%/54.1%/56.4%。钢材自2020Q2以来有明显的上升趋势，铝材受到国内外供需影响价格波动较大，公司原料成本受影响，钢材和铝材的成本占比上升；原材料占成本占比因此呈上升趋势，分别为52.6%/52.6%/59.7%/60.4%；
- ✓ 2019-2021年，行业平均人工费用占比分别为5.5%/5.5%/5.7%，公司的人工费用占比分别为3.5%/2.8%/2.6%，显著低于行业均值。这主要由于公司部署自动化发展，利用滁州达世汽车自动化生产联动管理系统V1.0等软件与柔性冲压自动化生产线等硬件提高生产自动化水平，降低人工费用成本，人工费用占成本比重不断降低。

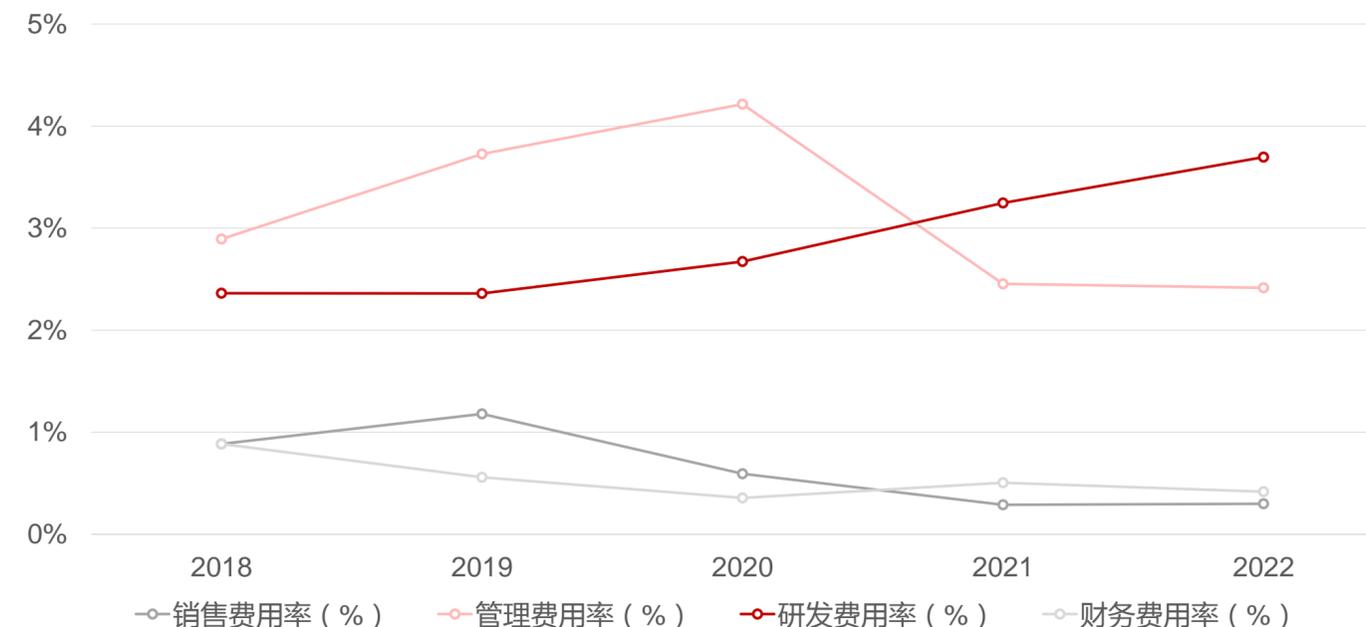
# H 财务表现 | 成本管控能力优化 费用率持续降低

图：公司归母净利及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：公司费用率变化（%）



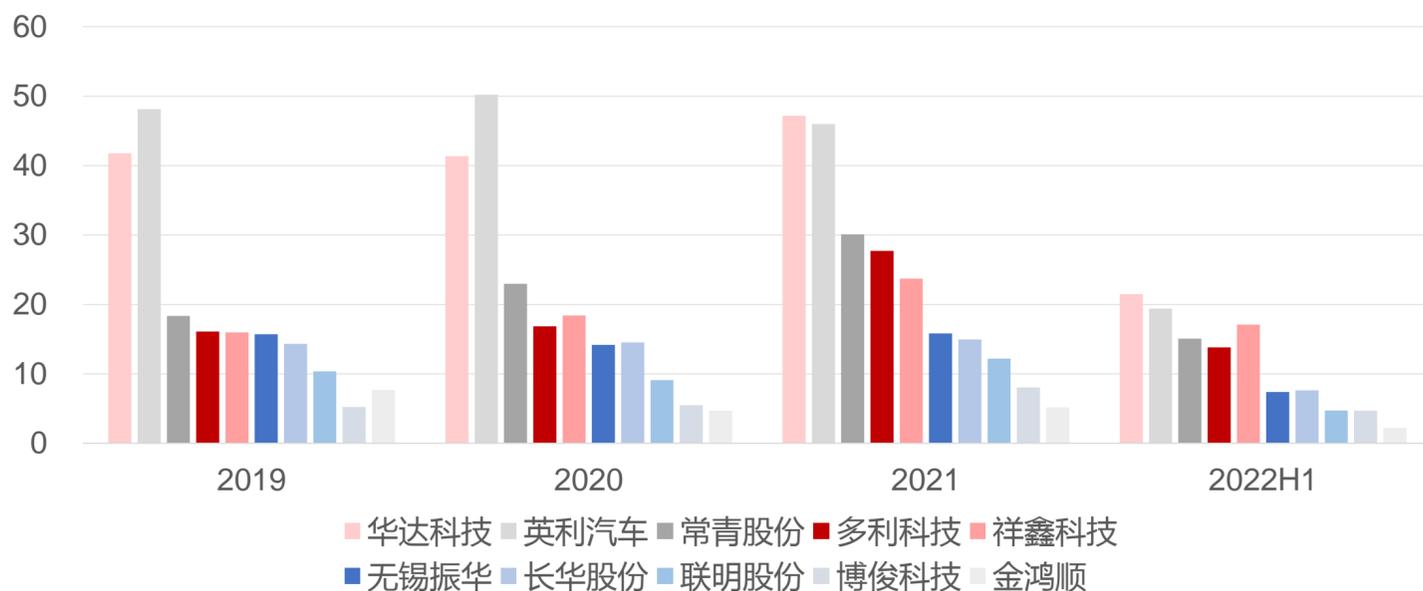
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 成本管控能力优化 费用率持续降低

- ✓ 2019-2022年，公司的归母净利分别为2.0亿元/1.6亿元/3.9亿元/1.8亿元，分别同比17.8%/-21.6%/147.4%，对应净利率分别为16.0%/11.4%/13.9%/13.3%，盈利能力较强；
- ✓ 净利润的增长一方面是由于公司的毛利率上升带来毛利润基数的增加，另一方面是由于2019年以来杠杆的使用和导致财务费用提升，但公司的管理费用和销售费用得到有效控制，从而带来整体费用率的下降；随着公司业务规模扩大，公司逐步引入 ERP 业务管理系统、SCM 系统、条码系统、MES 系统等信息管理系统，推进全面覆盖采购、生产、仓储、物流、财务等各部门的信息化管理，实现全环节的实时信息共享，提高了沟通效率，为控制产品成本、保障产品质量提供支持。

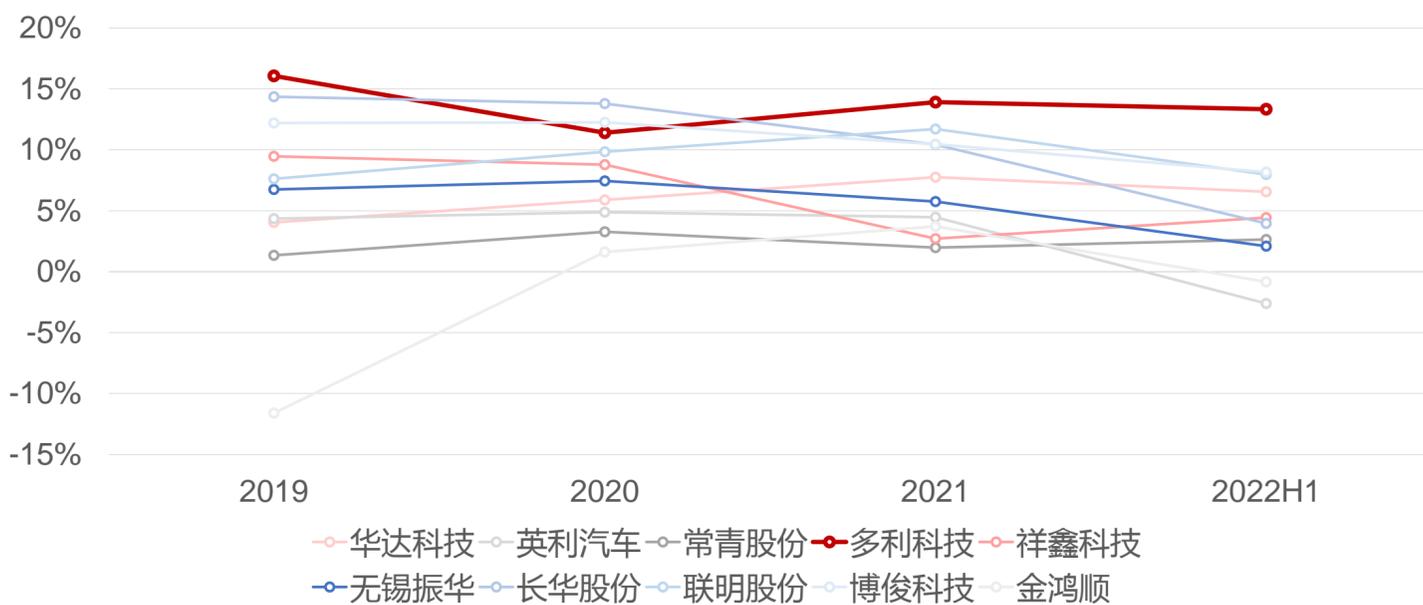
# 财务表现 | 盈利能力领先行业 ROE维持较高水平

图：公司与竞争对手营收对比（亿元）



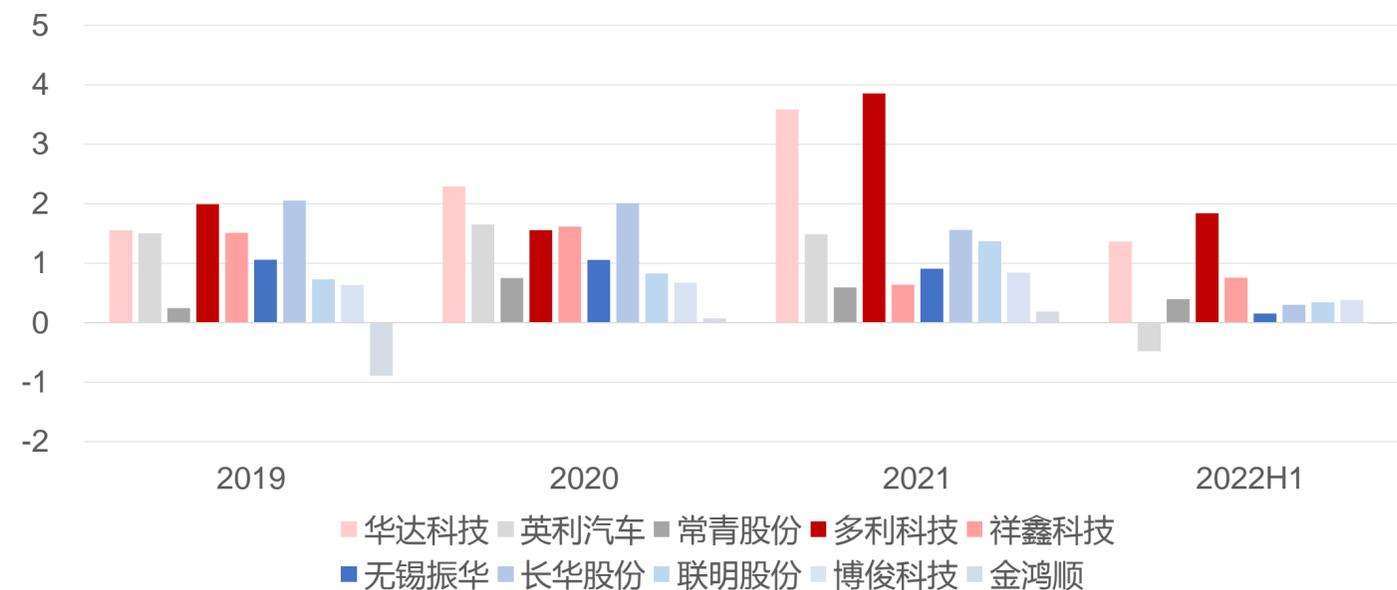
资料来源：Wind，华西证券研究所

图：公司与竞争对手净利率对比（%）



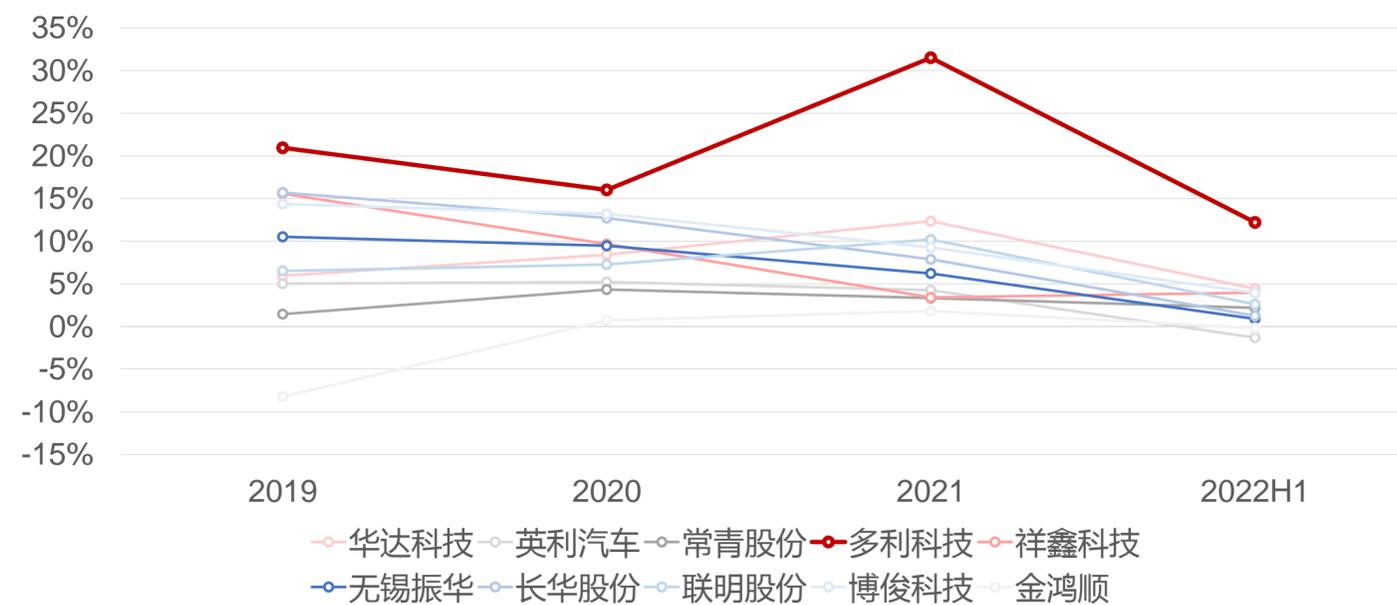
资料来源：Wind，华西证券研究所

图：公司与竞争对手归母净利润对比（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

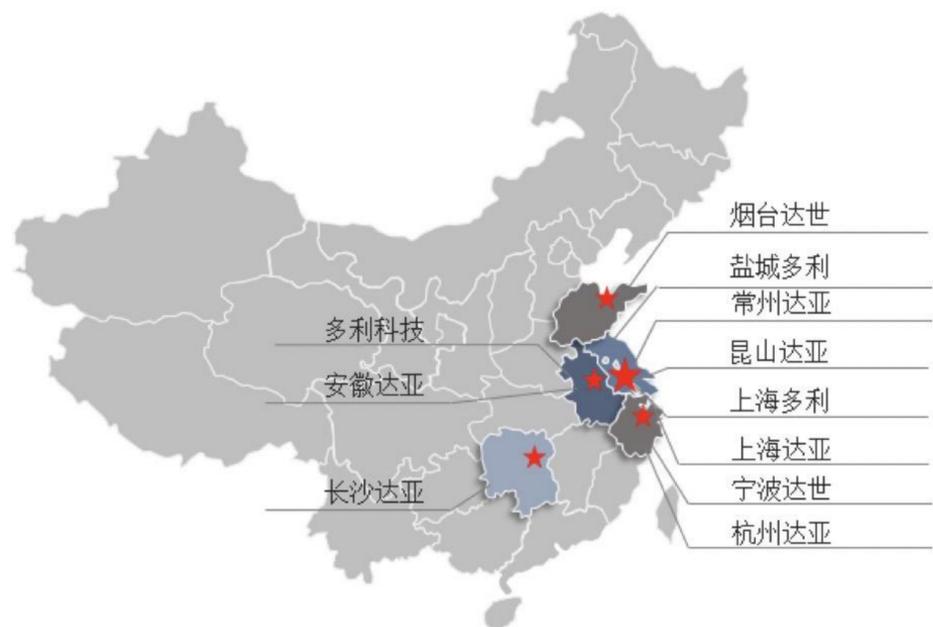
图：公司与竞争对手ROE对比（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

# 区域布局 | 区域间分工明确 业务协同性强

图：公司全国布局情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 区域分工明确 业务协同性强

✓ 从整个生产流程来看，昆山达亚负责设计、生产冲压模具，再由多利科技、昆山达亚、长沙达亚、烟台达世、常州达亚、上海达亚、盐城多利通过冲压、焊接等工序生产汽车冲压零部件，最后通过上海多利、昆山达亚两个销售主体将汽车冲压零部件和冲压模具销售至客户，此外宁波达世作为产品物流中转仓库，负责宁波地区客户的产品仓储、配送。

表：公司区域对应客户情况

主体名称	具体业务职能	地理位置	配套整车制造商
多利科技	负责原材料采购、产品生产制造	安徽滁州	主要配套蔚来汽车、上汽大通南京分公司、上汽大众南京分公司和仪征分公司等
上海多利	负责原材料采购、产品销售、客户维护	上海嘉定	主要配套上汽大众、上汽乘用车等
昆山达亚	负责技术研发、原材料采购、产品生产制造与销售	江苏昆山	主要配套上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉、华人运通、零跑汽车等
烟台达世	负责产品生产制造	山东烟台	主要配套上汽通用东岳汽车有限公司等
宁波达世	负责产品物流中转	浙江宁波	主要配套上汽大众宁波分公司等
长沙达亚	负责产品生产制造	湖南长沙	主要配套上汽大众长沙分公司等
常州达亚	负责产品生产制造	江苏常州	主要配套理想汽车、上汽大通无锡分公司等
上海达亚	负责产品生产制造	上海临港	主要配套特斯拉
盐城多利	负责产品生产制造	江苏盐城	主要配套华人运通等
杭州达亚	新设子公司	新设子公司	尚未投入生产运营
安徽达亚	新设子公司	安徽六安	尚未投入生产运营

资料来源：公司公告，华西证券研究所



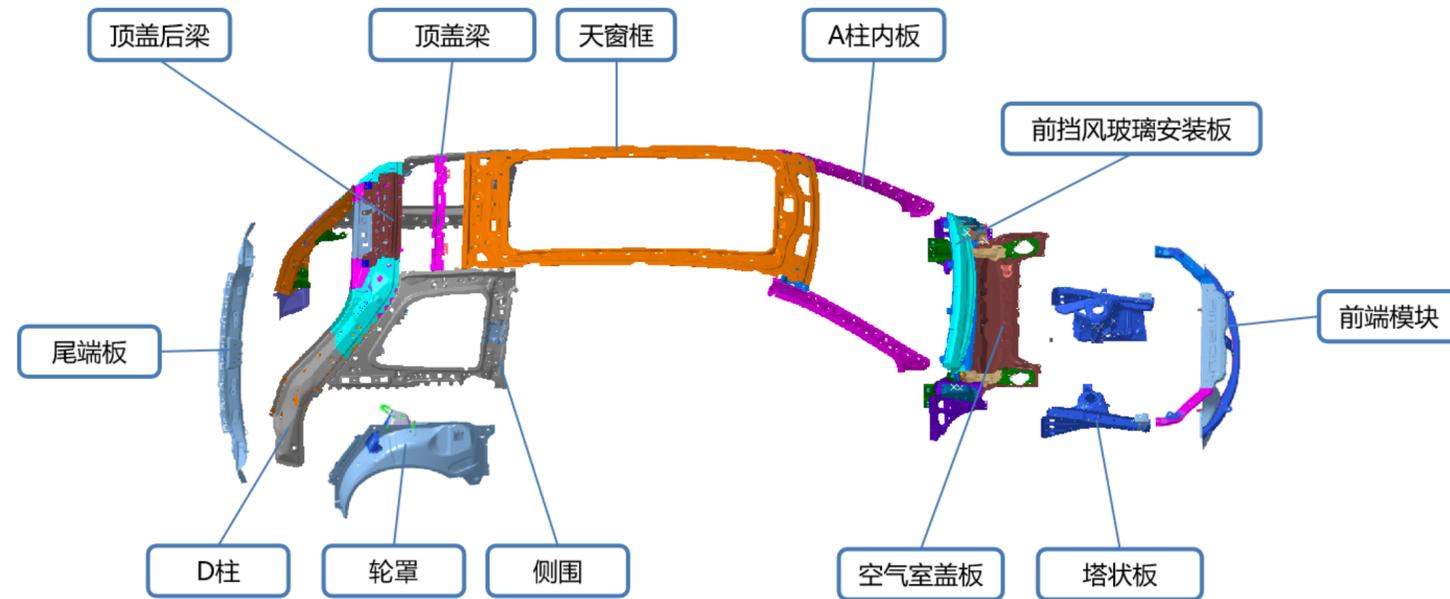
## 目录

---

- 公司概况：冲压件细分龙头 新能源驱动高成长
- **行业分析：冲压件千亿市场 一体压铸大势所趋**
- 核心看点：冲压件双维齐驱 一体压铸先发布局
- 投资建议
- 风险提示

# H 冲压零部件 | 汽车制造中应用广泛 品类繁多且开发周期长

图：冲压零部件部分应用示意图

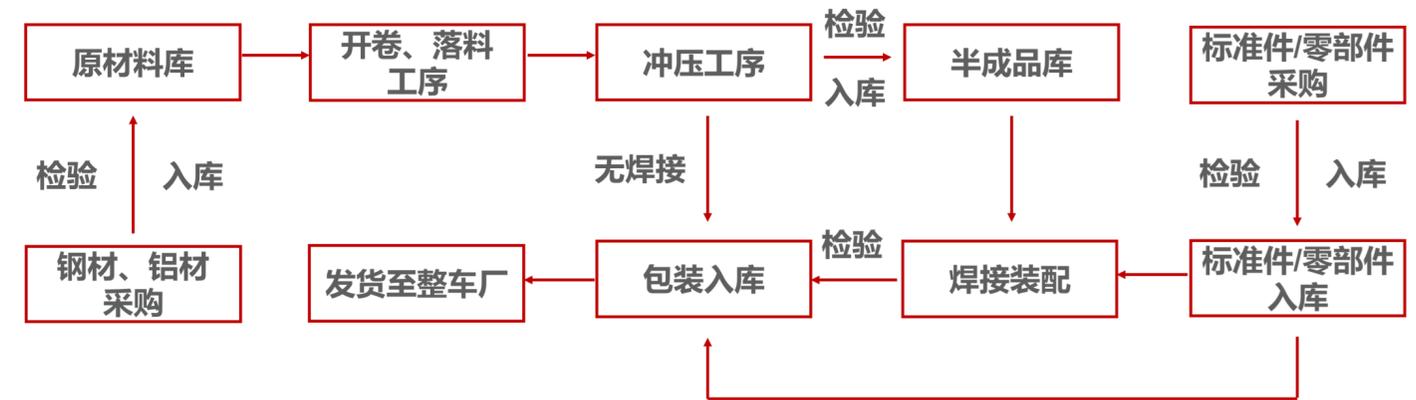


资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 冲压零部件广泛应用于汽车制造中

- ✓ 冲压件指的是通过压力机和冲压模具对金属板材、带材、管材和型材等施加外力，使之产生塑性变形或分离，从而获得所需形状和尺寸的工件；
- ✓ 冲压零部件广泛应用于汽车覆盖件、白车身系统、座椅系统、仪表系统及排气系统等部件，如汽车减震器冲压件弹簧托盘、弹簧座、弹簧托架、端盖、封盖、压缩阀盖、压缩阀套、油封座、底盖、防尘盖、叶轮、油筒、支耳、支架等。

图：冲压零部件工艺流程



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 冲压零部件品类繁多，开发周期长

- ✓ 汽车冲压零部件与车型的变化直接挂钩，具有品类多、开发周期长的特点；
- ✓ 汽车冲压零部件在整车使用年限内一般不需要更换，在产品开发成功并量产之后，产品生命周期跟随汽车的生命周期及市场供求变化；
- ✓ 冲压零部件的市场需求相对稳定，随着车型的不断迭代，汽车冲压零部件的市场空间也会随之增大。

# H 冲压零部件技术壁垒 | 自动化和数字化大趋势 冲压模具为核心技术壁垒

表：冷冲压和热冲压技术对比

冲压技术	温度	特点	应用
冷冲压	室温	1) 产品尺寸稳定, 精准度高 2) 重量轻、刚度好、互换性好 3) 高效低耗、操作简单、易于实现自动化 4) 加工高强度板易开裂	广泛
热冲压	880-950°C	1) 减少了车身的重量, 有效提高车身的防撞安全性 2) 冲压变形力变小, 冲压设备的吨位变小 3) 零件尺寸精度高 4) 冲压噪音小 5) 零件成本高、生产效率低、技术门槛高	安全防撞件

资料来源：AI汽车网，华西证券研究所

表：冲压零部件技术壁垒

冲压工艺环节	技术壁垒
冲压设备	在保持精度高、尺寸准、工序少等基础上，能实现质量保证、废料较少等目标，工艺性的保证也是冲压件质量的根本保证。
冲压生产线	国内新车改型周期逐渐缩短，对于规模化、高重复率的汽车冲压产业来说，手工产线已经无法满足需求，对自动化冲压生产线提出了要求。
冲压模具	模具的基准定位，保证表面不发生形变与移动；遵循规范，严格控制模具制作的尺寸、材料，对定位、压料、紧固等方面进行严格控制。
冲压次数	为提高产能，降低成本，应对冲压次数进行合理控制，在保证原材料塑性发挥的基础上减少冲压次数。
冲压材料	汽车零部件材料从传统的低碳钢板向高强度材料，铝合金、镁合金等新型轻量材料转变。新材料的使用对机器人焊接、激光焊、柔性焊接生产线技术等新工艺技术提出了要求。

资料来源：锻压装备与制造技术，机械装备研发，中国锻压协会，华西证券研究所

## 热冲压生产线发展中 数字化和自动化为趋势

- ✓ 随着冲压材料向高强度，新型轻量材料发展，热冲压技术成为当前研究方向；
- ✓ 为提高生产效率，计算机模拟仿真成为冲压产品设计、模具设计、工艺设计的必要手段；
- ✓ 冲压成形装备紧跟世界冲压技术的发展趋势，加大技术研发及人才培养力度。

## 核心竞争壁垒在于自动化生产与模具研发能力

- ✓ 冲压零部件品类众多，国内主要供应商在细分领域的技术研发上各有优势；
- ✓ 大型厂商与中小型厂商相比，技术优势在于自动化生产线和模具自主研发能力；
- ✓ 冲压模具对整个冲压工艺流程起决定性作用，提升自主模具设计能力更是降本增效的有效途径，是核心竞争壁垒之一。

# H 冲压零部件竞争格局 | 行业集中度低 行业壁垒促成三梯队竞争模式

表：国内主要冲压零部件厂商及其主要客户

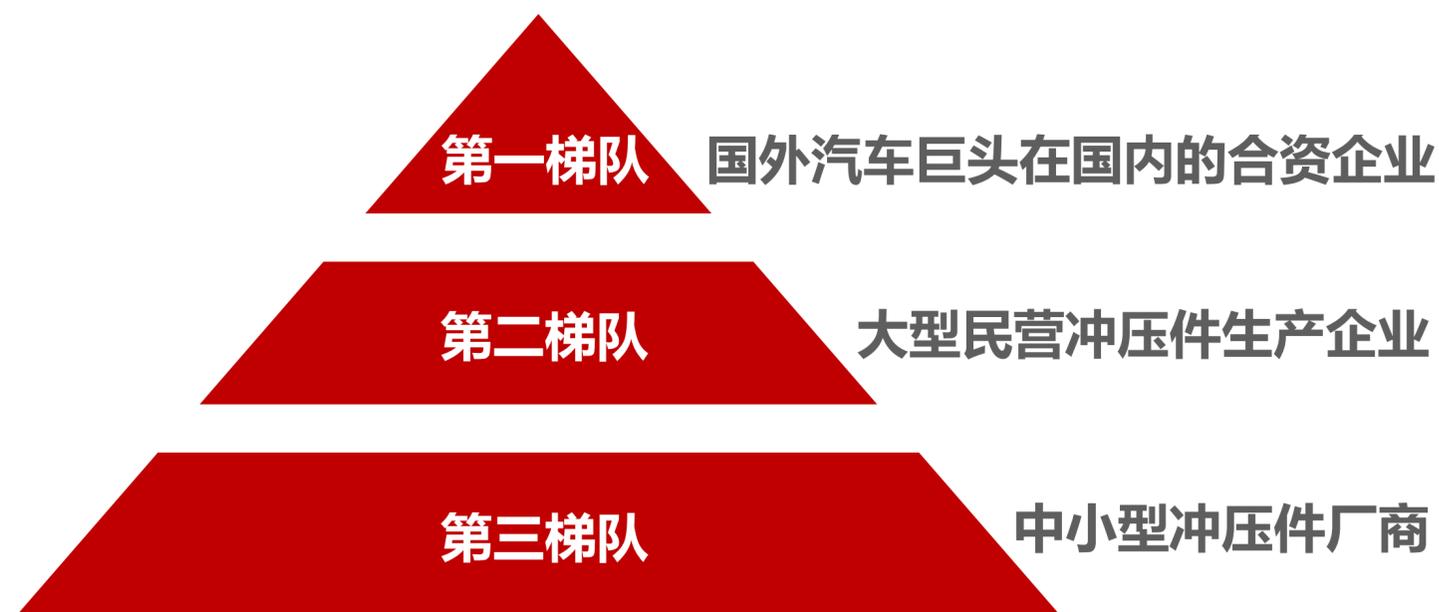
供应商	主要客户
长华股份	东风本田、一汽大众、上汽通用、上汽大众、长城汽车、广汽本田、广汽丰田、上汽集团、东风日产、日产中国、奇瑞汽车、江铃汽车、长安福特、广汽三菱等
博俊科技	蒂森克虏伯、麦格纳、福益、耐世特、凯毅德、德尔福、伟巴斯特、科德等汽车零部件供应商
华达科技	上汽大众、一汽大众、上汽通用、广汽本田、广汽三菱、广汽丰田等
祥鑫科技	佛吉亚、法雷奥、奥钢联、马勒、安道拓等汽车零部件供应商。
无锡振华	上汽集团、上汽通用、上汽大众、神龙汽车等整车制造商，以及联合电子、爱德夏、考泰斯等汽车零部件供应商
英利汽车	一汽大众、北京奔驰、上汽大众、上汽通用、吉利汽车、沃尔沃亚太、华晨宝马、广汽菲克等
金鸿顺	上汽大众、东南（福建）汽车、广州汽车集团等整车制造商，以及德国本特勒汽车、博士集团、德国大陆集团等汽车零部件供应商等
联明股份	上汽通用、上汽大众等整车制造商以及汽车零部件供应商
常青股份	江淮汽车集团、福田戴姆勒汽车、奇瑞汽车、北汽集团、比亚迪等

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 市场较为分散 呈现集群式发展特征

- ✓ 行业准入门槛不高，中小型供应商数量众多，竞争激烈；
- ✓ 市场较为分散，行业集中度低，且呈现出集群式发展特征；
- ✓ 除了技术壁垒之外，行业同时存在规模效应：生产规模和固定资产利用率的提高使得边际生产成本下降，对企业的盈利形成有利影响；行业还存在审核壁垒，先发壁垒和资金壁垒等。

图：冲压零部件竞争格局



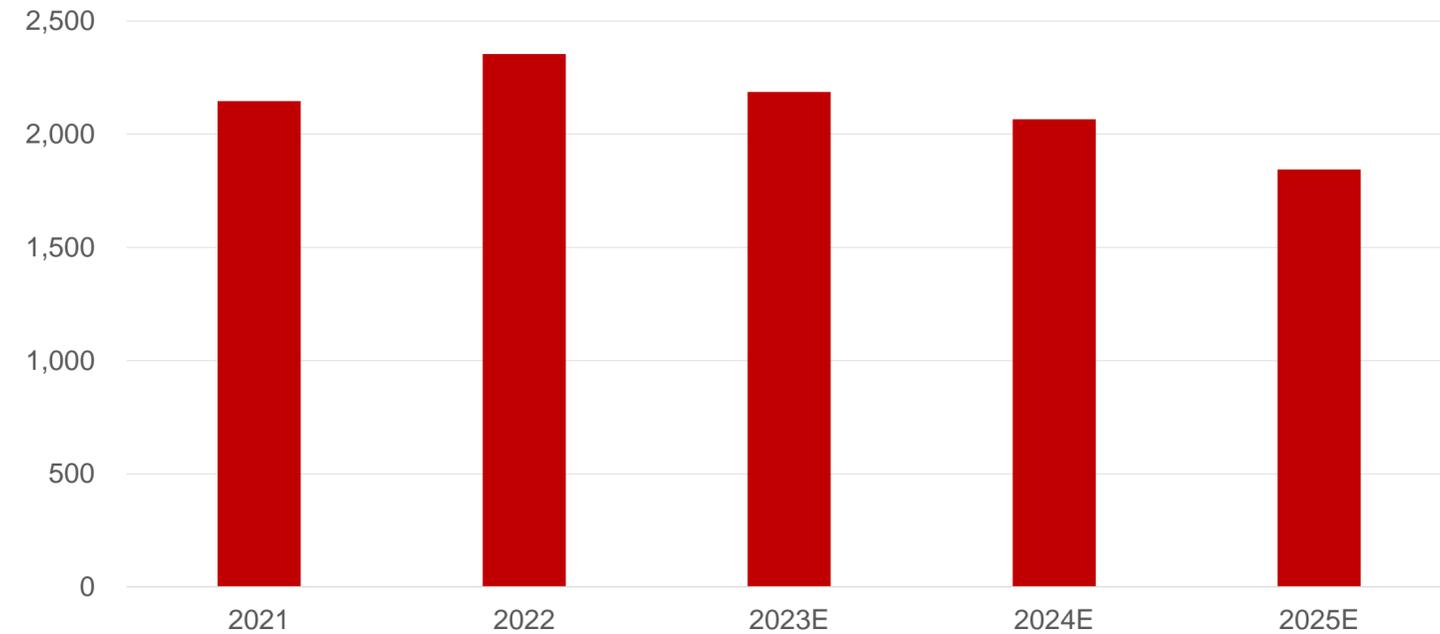
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 三梯队竞争模式 预计未来行业集中度提高

- ✓ 第一第二梯队有长时间的技术积累，有成熟的研发和创新能力，在市场中具有较强的竞争力；第三梯队的中小型冲压件厂商存在低价竞争，产能过剩等问题，竞争力不高；
- ✓ 新能源的车型迭代周期明显加快，对供应商的响应速度和自动化率要求提高，前部梯队厂商凭借较强的实力预计将借机加速抢占份额，市场集中度有望提高。

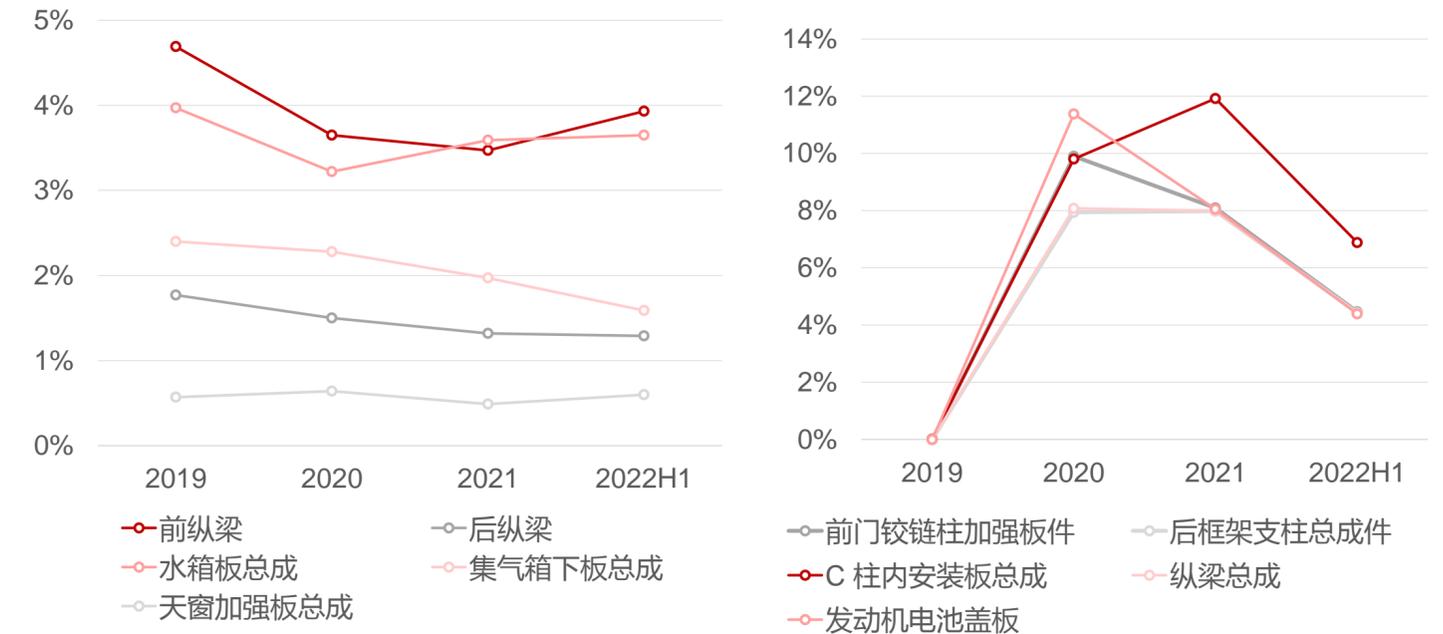
# H 冲压零部件市场规模 | 单车配套价值过万元 冲压件市场规模超千亿

图：中国汽车冲压零部件市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书、中汽协，华西证券研究所

图：公司分产品乘用车和新能源市占率（%）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

注：市场占有率=（零部件销售数量/每辆车该类产品的使用数量）/乘用车销量

## 单车配套价值过万元 中国汽车冲压件市场规模超千亿

- ✓ 汽车制造中有60%-70%的金属零部件需要冲压加工成型，平均每辆车上约有1,500个冲压件，根据公司招股书披露，冲压零部件销售单价约为12.2-19.6元，考虑到不同厂商的情况不同，假设每辆车的冲压件平均价值为10,000元，我们预计2023年中国汽车冲压零部件市场规模超过2,000亿元，考虑到一体化压铸对部分冲压件的替代，市场规模趋势向下，但预计2025年仍将超过千亿元；
- ✓ 公司乘用车的主要产品市场占有率较为稳定，其中前纵梁、水箱板总成市场占有率稳定在3%以上。公司配套新能源汽车的主要产品市场占有率2020年开始大幅提升，主因公司积极拓展布局新能源整车客户，特斯拉、理想汽车、蔚来汽车、零跑汽车和华人运通等新能源客户销量大幅上升。2022H1公司新能源产品市场占有率有所下降，我们认为主要受疫情等影响。

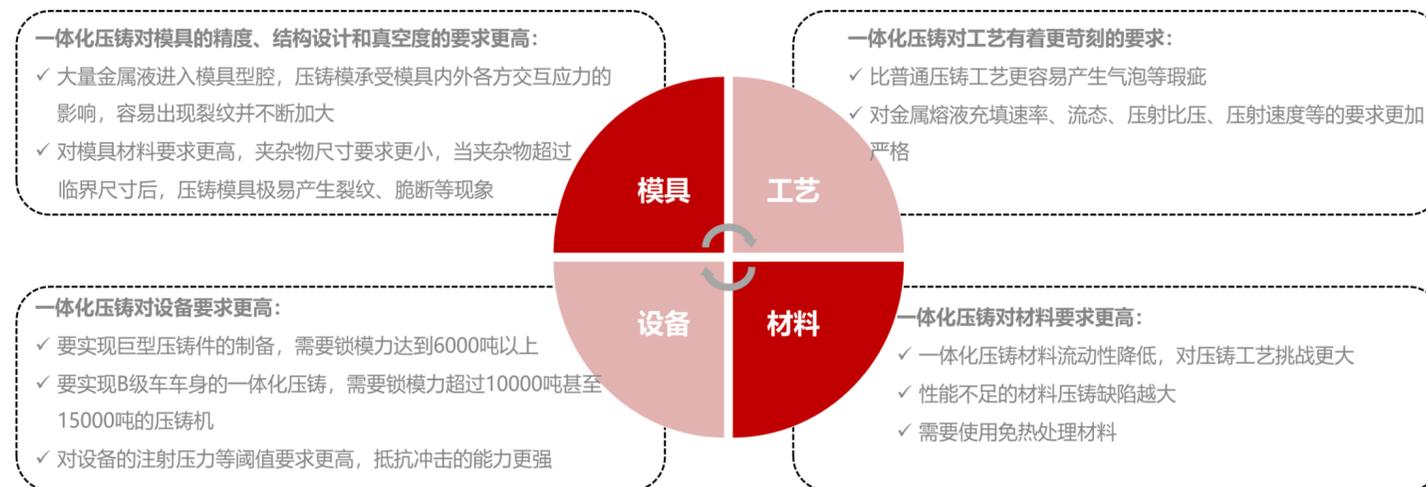
# H 一体化压铸大势所趋 | 特斯拉引领一体化压铸大趋势 挤占传统冲压件市场

图：Model Y采用一体化压铸工艺



资料来源：特斯拉公告，华西证券研究所

图：一体化压铸技术壁垒



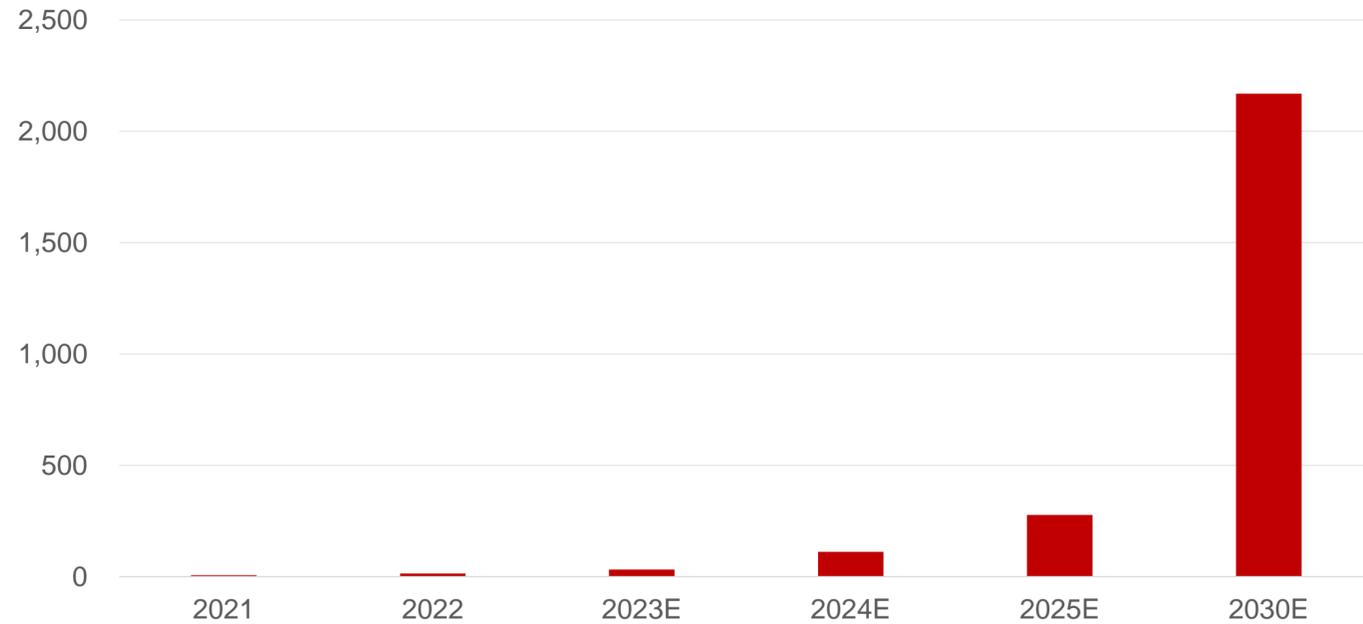
资料来源：华西证券研究所

## 特斯拉引领一体化压铸大趋势 凭借减重+降本增效挤占传统冲压件市场

- ✓ 特斯拉破陈立新，开辟一体化压铸先河，颠覆传统汽车制造冲压-焊接工艺，根据特斯拉早前申请的压铸机专利显示，计划整车总共8个压铸件，其中车身由5块压铸件组成，底盘由3块压铸件组成，底盘最终可实现一次压铸成型。一体化压铸可以简化工艺流程，降本优势显著；提高制造精度，缩短整车开发周期。据特斯拉数据显示，Model Y通过一体化压铸后底板总成，零件数量减少70多个，焊点减少700多个，制造时间由传统工艺的1-2小时缩短至3-5分钟，整车制造成本下降40%；
- ✓ 一体化压铸技术主要应用于新能源汽车铝合金零件部位，目前量产的包括一体化后地板和前舱，我们判断随着大吨位压铸机及免热材料实现技术突破，后续将逐步拓展至CD柱、尾门内板、中底板、电池托盘等；
- ✓ 相比于常规压铸，一体化压铸对压铸机锁模力、模具的精度设计、材料和生产工艺等方面都提出了更高技术要求。

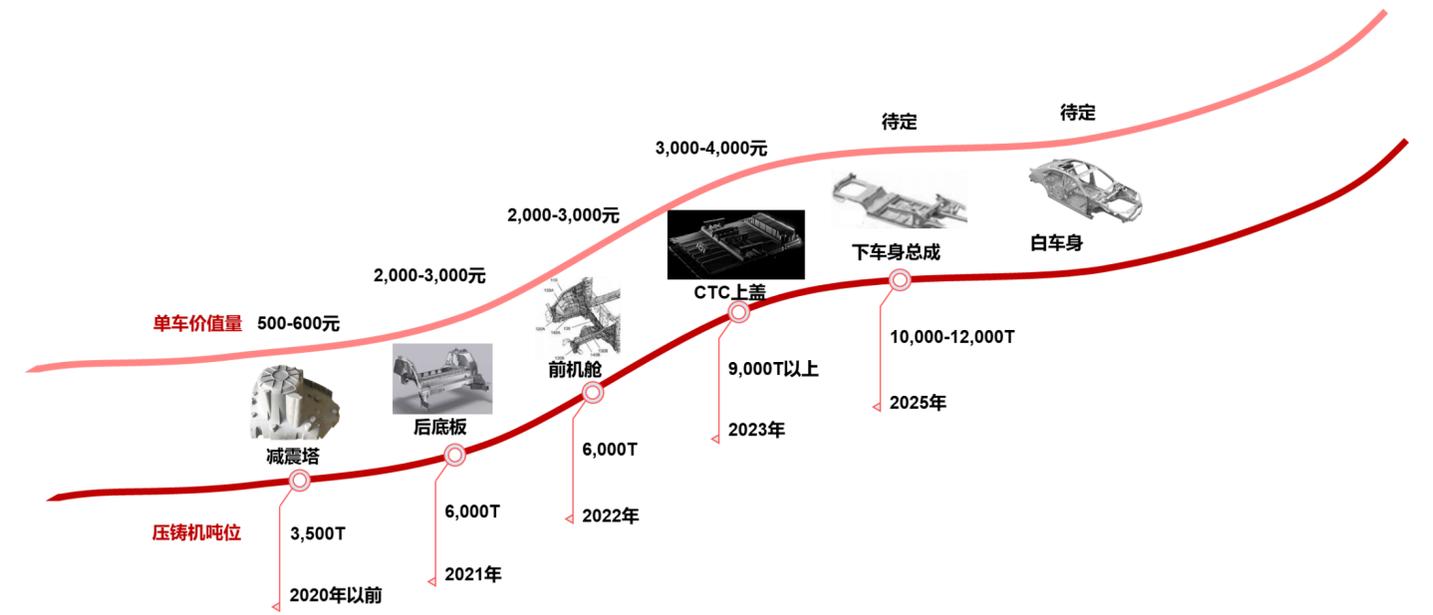
# H 一体化压铸大势所趋 | 一体化压铸量价齐升 千亿规模蓝海掘金

图：中国一体化压铸市场规模测算（亿元）



资料来源：华西证券研究所

图：一体化压铸车身件实现路径



资料来源：华西证券研究所

## 一体化压铸量价齐升 千亿规模蓝海掘金

- ✓ 我们预计到2025年之前，一体化压铸后地板总成、一体化压铸前机舱总成、及应用CTC技术的一体化压铸前地板总成会实现量产化，单车配套价值分别约为3,000元、3,000元、3,500元，单车配套价值合计超万元。上车身预计2027年后实现，我们预计待12,000T压铸机成熟时间，单车配套价值有望进一步提升；
- ✓ 短期看，特斯拉及新势力推动一体化压铸起量，我们测算，到2025年国内一体压铸市场规模有望达277亿元，2022-2025年CAGR达169%；
- ✓ 远期看，一体化压铸降本增效优势显著，搭载车型价格有望不断下探。我们测算，到2030年国内一体压铸市场规模有望达2,168亿元，2022-2030年CAGR达74%。

# H 一体化压铸大势所趋 | 第三方供应有望成主流 先发者优势显著

表：国内企业一体化压铸布局情况

零部件厂	现有压铸产能	大型压铸机采购数量(台)	目标产品	一体化压铸订单
多利科技	布勒6,100T压铸机		一体化底盘件	多利科技
文灿股份	40多台 1100T-4500T压铸机 2台 6000T压铸机 2台 9000T压铸机 (2台6000T、2台7000T、9000T压铸机于2022年内投产)	2800T*2、3500T*3、4500T*2、 7000T*2、9000T*1	一体化前车身、一体化后底板、一体化电池托盘、一体化底盘、CD柱一体化	知名头部新势力客户
拓普集团	现有压铸机近100台 7200T一体化超大压铸后舱量产下线	7200T*6、4500T*10	一体化后底板、前机舱、后底板及电池壳体	高合HiPhiZ-后底板
广东鸿图	现有压铸机140余台 其中2000T以上约20台 6800T已经投产	12000T*1、规划6台6000T以上	一体化前舱总成、一体化后底板总成、一体化电池托盘	小鹏配套体系-后底板
爱柯迪	1300T、1600T、2200T、2800T、3500T、4400T 等各种规格型号的大型压铸机18台	4400T*4、6100T*2、8400T*2	多合一壳体、一体化电池托盘、一体化结构件	
泉峰汽车	1台 5000T压铸机	5000T*1、6000T*2、规划3000T*1、 4200T*1、4400T*1、6000T*1、 8000T*1	多合一壳体、一体化电池托盘、一体化结构件	
旭升股份	已有4400T压铸机使用经验	规划4500T、6600T和8800T若干	一体化压铸铝合金电池盒壳体	
宜安科技	已有4200T、3500T、2700T和1600T等不同型号大型真空压铸设备	4200T*1、6100T*1	一体化压铸产品	
嵘泰股份	300T-2700T压铸机40台，3-5轴数控加工中心130套	9000T*3	超大型一体化压铸结构件、压铸电机壳体	比亚迪一体化电机壳体
美利信科技	3500T、4000T、4500T 8800T压铸机投入量产	6600T*2、8800T*3、未来三年内增加10 台左右6600T和8800T	一体化汽车结构件	

资料来源：公司官网等，华西证券研究所

- ✓ 我们判断多数主机厂不会采取特斯拉的自制模式，主因自行生产所需投资较大、周期较长（包括投建厂房、购置机器、招募人员等），且订单来源的受限将导致主机厂自制规模效应远不如作为第三方配套供应商的零部件企业。
- ✓ 计划布局一体化压铸的主机厂、Tier1较多，良率和产能利用率是核心，看好第三方供应商占多数份额，且先发者优势显著，行业二八效应明显，市场份额有望向龙头集中。

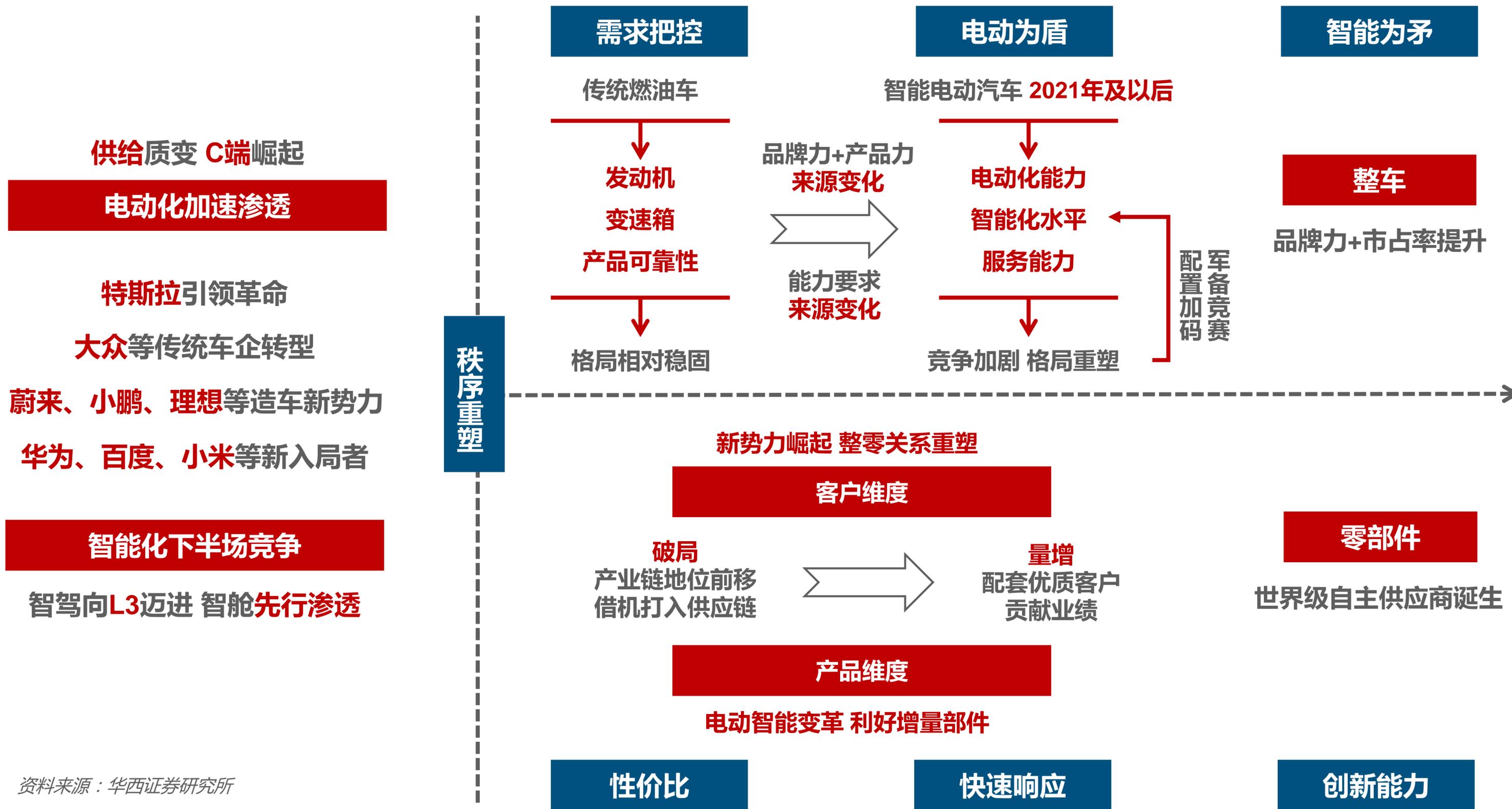


## 目录

---

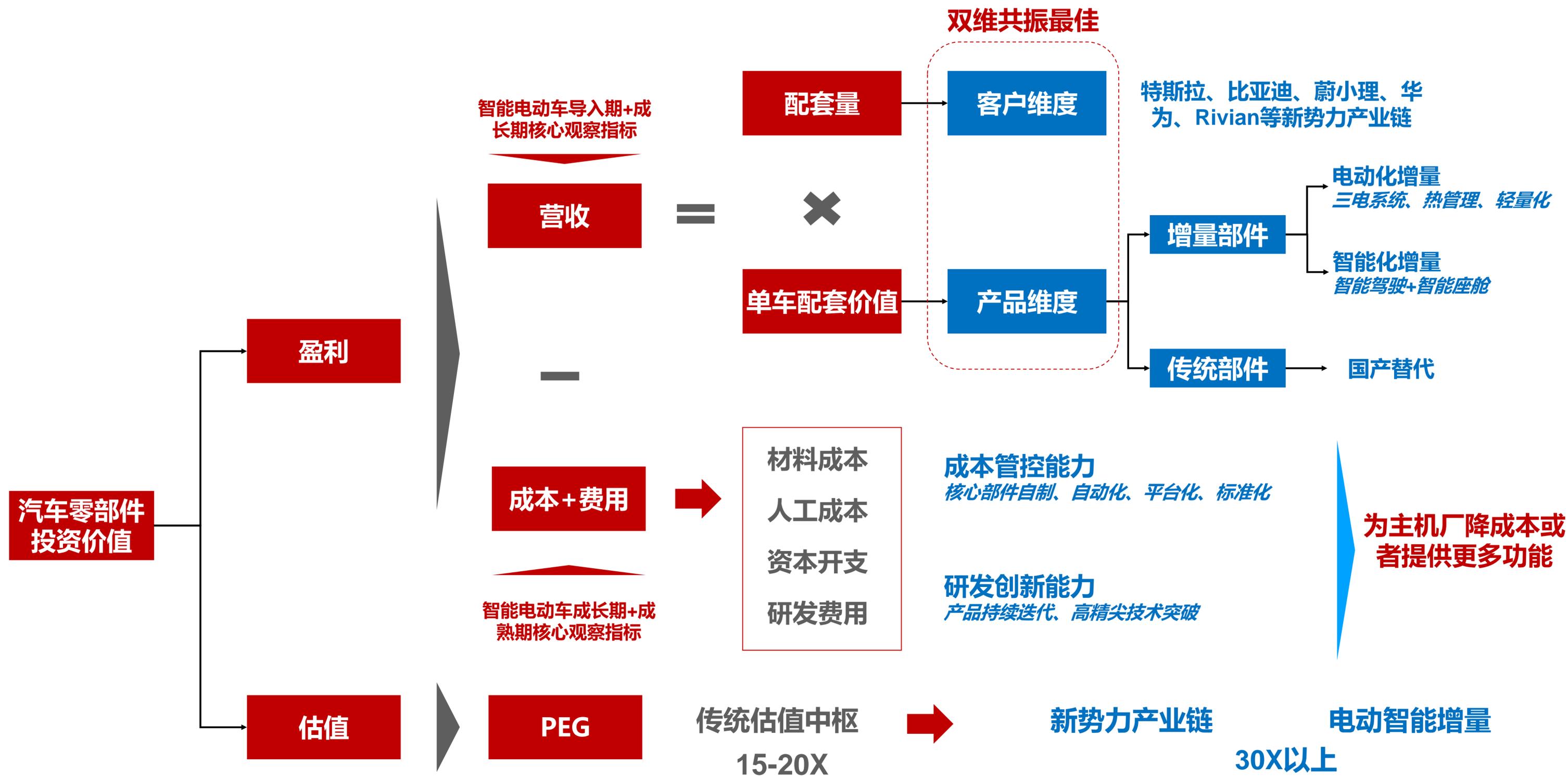
- 公司概况：冲压件细分龙头 新能源驱动高成长
- 行业分析：冲压件千亿市场 一体压铸大势所趋
- **核心看点：冲压件双维齐驱 一体压铸先发布局**
- 投资建议
- 风险提示

# H 零部件中期成长 | 智能电动变革 竞争格局重塑



资料来源：华西证券研究所

# 零部件秩序重塑 | 双维共振最佳 优选新势力产业链+增量部件



# H 零部件秩序重塑 | 产业链共繁荣 新势力带动自主产业链加速成长

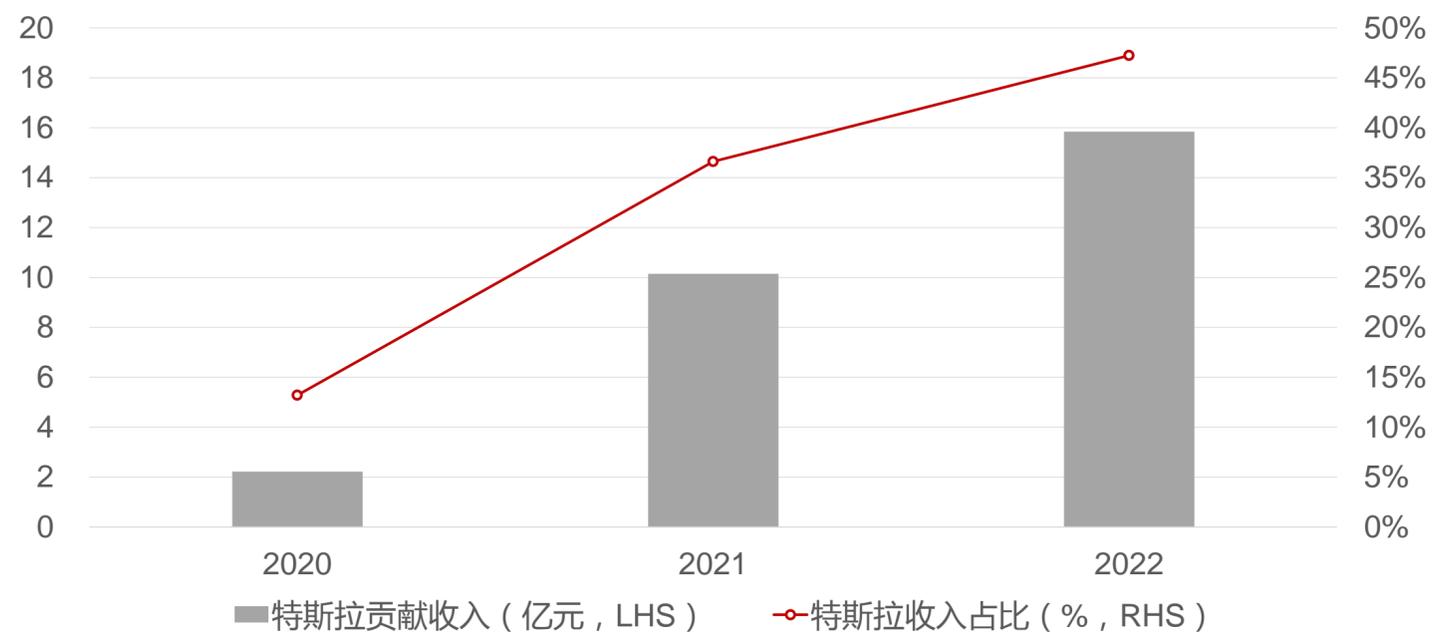
图：新势力车企带动自主零部件供应商加速成长



资料来源：华西证券研究所

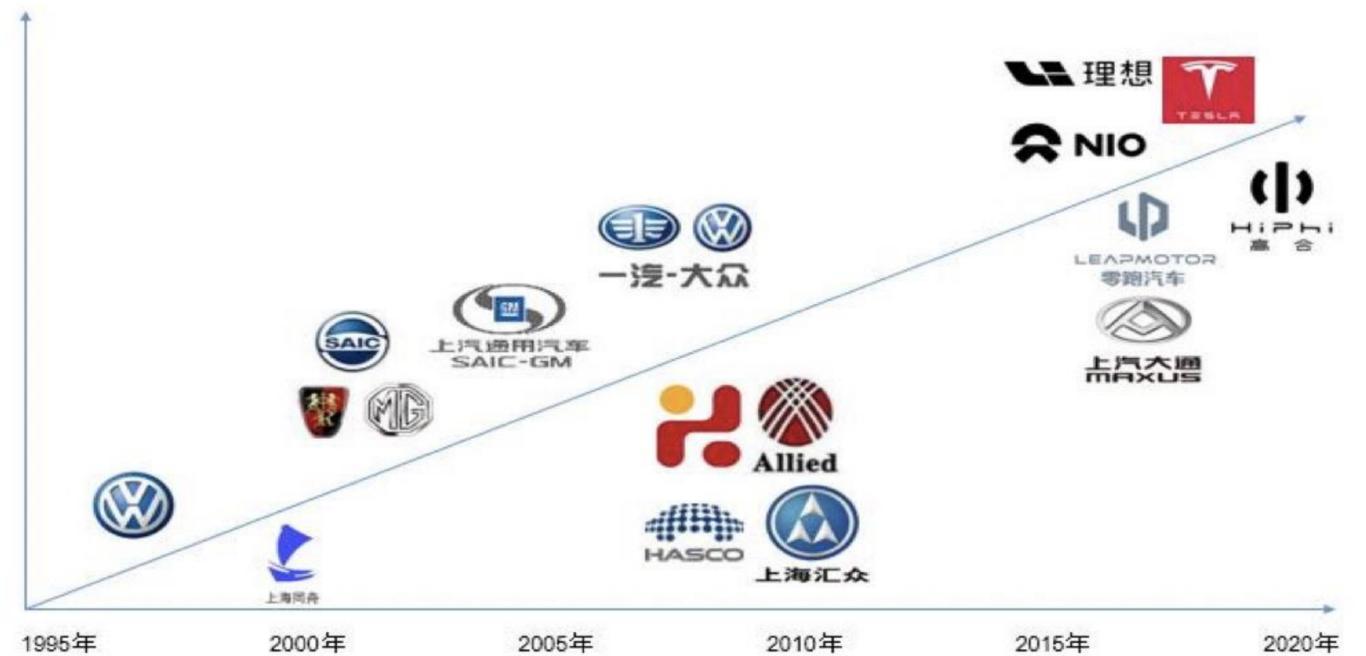
# H 客户拓展 | 新能源客户持续开拓 特斯拉驱动成长

图：公司来自特斯拉的收入与占比（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：公司客户持续开拓



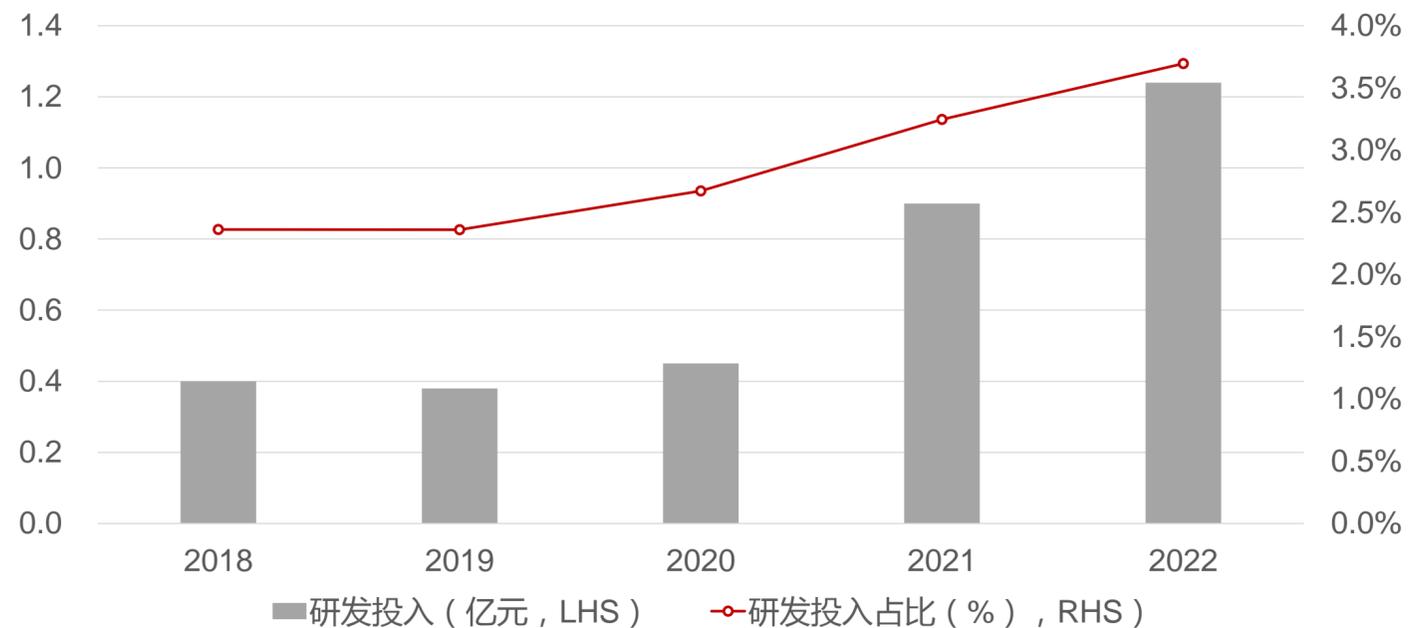
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 新势力客户持续开拓 特斯拉驱动成长

- ✓ 新能源客户持续开拓：2016年以来，除了维持与传统整车厂的合作关系外，公司开始战略引入新能源客户，包括特斯拉、理想汽车、蔚来汽车和零跑汽车等，全面涵盖主流车型，新能源营收占比逐年提升；
- ✓ 特斯拉驱动成长：公司于2019年切入特斯拉供应体系，2020-2022年来自特斯拉的营收分别为2.2亿元/10.1亿元/15.8亿元，对应营收占比分别为13.2%/36.6%/47.2%。公司主要为Model Y和Model 3两款车型提供加强板、支架等冲压件，我们预计单车配套价值过千元，凭借性价比和快速响应能力，以及和特斯拉多年的合作关系，我们判断公司在特斯拉的配套份额有望持续提升。

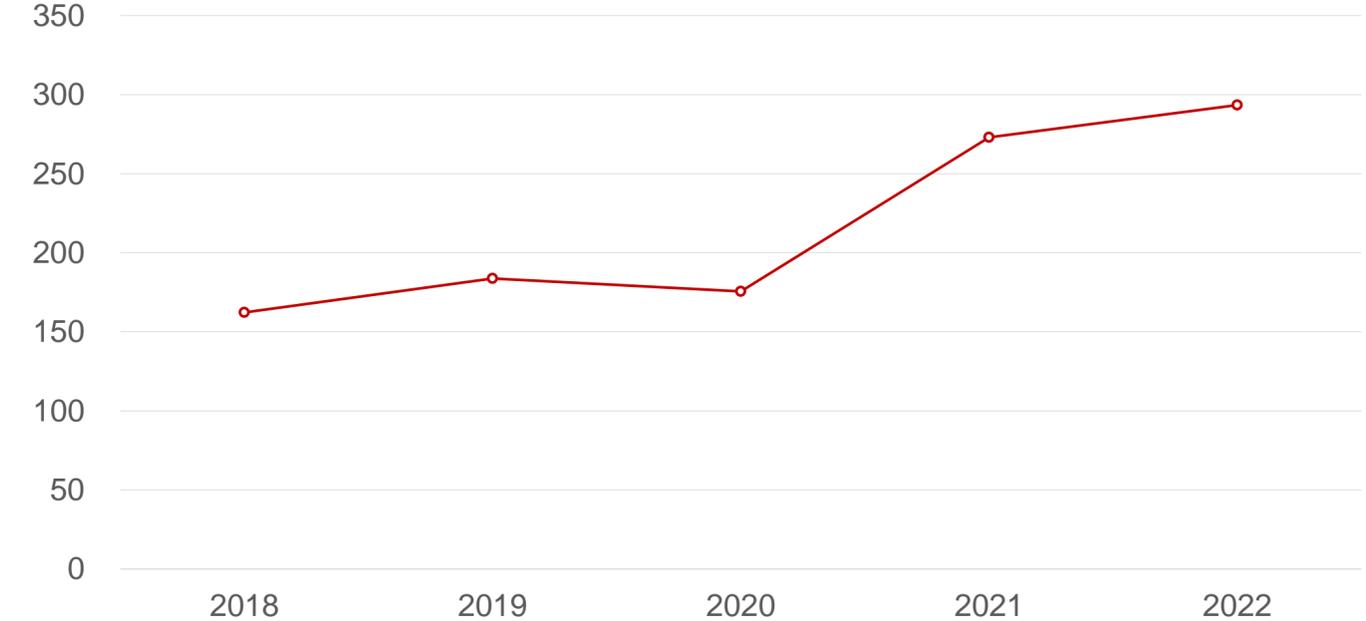
# 产品拓展 | 深耕汽车冲压件与冲压模具设计 发力自动化与轻量化

图：公司研发投入及占比（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：公司人均产值（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 发力轻量化与自动化 研发加大投入+人均产值提升

- ✓ 公司将自动化与轻量化作为未来发展的主要目标之一。公司利用铝板焊接等领域的技术实践经验助力轻量化发展；预期通过冲压线的线尾冲压件自动装箱、AGV冲压件自动搬运入库等冲压深度自动化提高生产效率；
- ✓ 研发投入加大+人均产值提升：2019-2022年，公司研发投入分别为0.4亿元/0.5亿元/0.9亿元/1.2亿元，对应占比为2.4%/2.7%/3.2%/3.7%，研发投入持续加大；公司人均产值分别为184万元/176万元/273万元/294万元，2020年以来逐年提升；
- ✓ 技术实力业内领先：公司解决了超高强度钢材在冷冲压过程中易回弹的问题，提高了产品尺寸精度和合格率；公司在钢-铝连接、铝板连接、挤压铝连接等轻量化材料连接方面均积累了丰富的技术实践经验，可应用于轻量化车型的生产；公司在模具设计与开发过程中使用Autoform、Dynaform成型分析软件、材料拉力试验机、UG、CATIA软件等多种软件及设备提高产品质量。

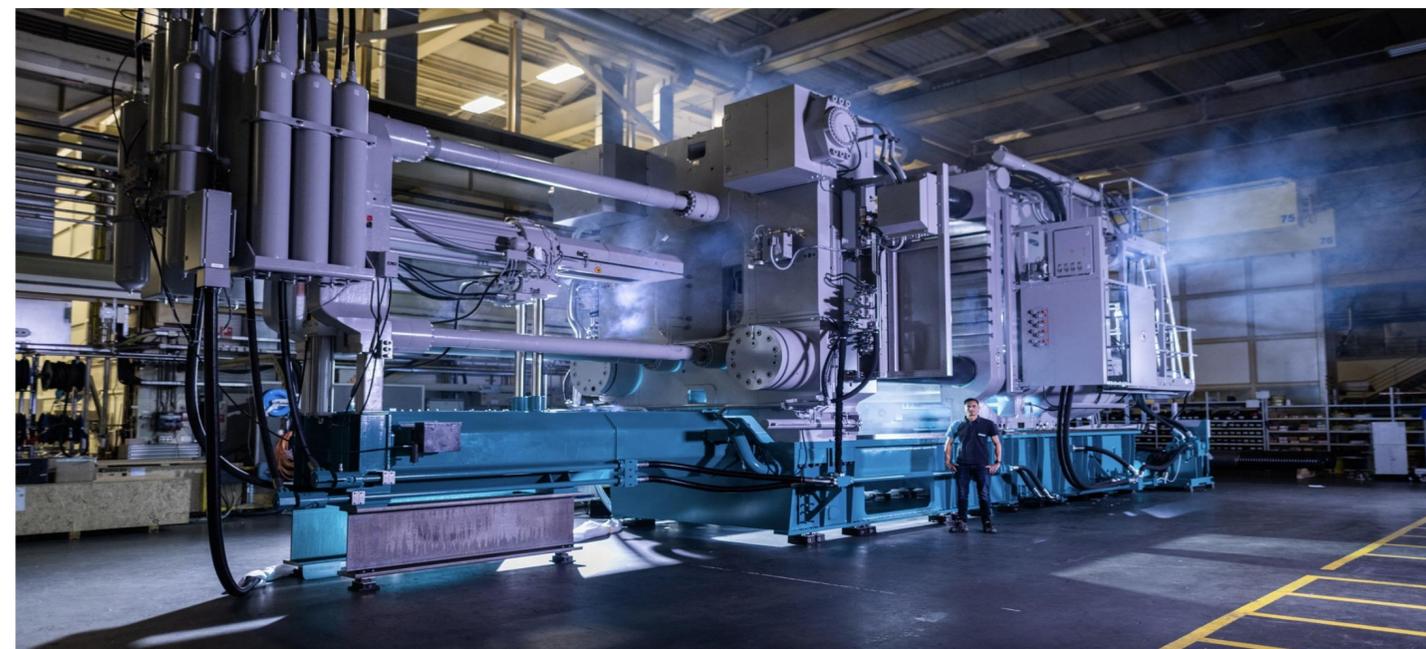
## 产品拓展 | 购置6100T设备 前瞻布局一体化压铸

表：公司部分重大设备采购合同情况

采购主体	销售方	合同主要标的	采购金额
昆山达亚	江苏北人机器人系统股份有限公司	SGMGEF2HEV焊接集成	1,820万元
昆山达亚	济南昊中自动化有限公司	6500T生产线高速高柔性冲压机器人自动化系统	1,900万元
盐城多利	布勒(中国)机械制造有限公司	6100T冷室卧式压铸机	3,600万元
盐城多利	江苏北人机器人系统股份有限公司	机器人工作站	3,000万元
盐城多利	江苏三里盛鑫工程技术有限公司	盐城多利设备周边集成	1,720万元

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：6100T冷室卧式压铸机



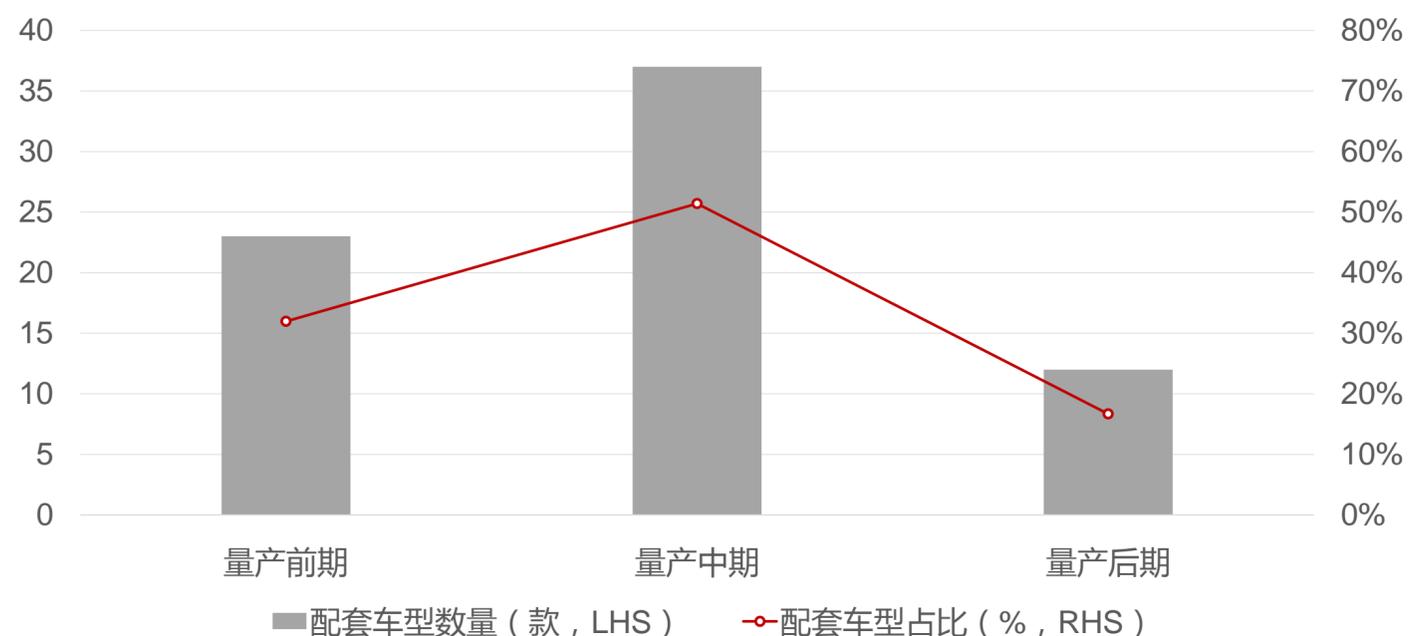
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 购置6,100T设备 前瞻布局一体化压铸

- ✓ 2021年公司向布勒（中国）机械制造有限公司采购6,100T冷室卧式压铸机一台，耗资3,600万元。公司目前已有一体化压铸的产能部署与人才培养计划。此次购买的6,100T冷室卧式压铸机将主要用于生产汽车底盘一体化压铸相关产品；
- ✓ 一体化压铸降本增效明显，大势所趋，远期市场规模超千亿元。一体化压铸需要跟随主机厂车型同步开发，且制模、试模时间周期较长，一旦整车厂商与一体化压铸件供应商建立合作关系，整车厂商通常不会轻易更换供应商，具备较强的客户粘性。同时，大吨位一体化压铸机更换模具时间较长，若量产项目需求量不足以支持机器连续运转，则产能利用率将受到限制。单台大吨位压铸机的年产能约为10-12万台套，市场上优质订单有限，一体化压铸供应商先发优势明显；
- ✓ 公司前瞻部署一体化压铸领域，有望凭借先发优势，结合公司现有的优质客户，抢占一定的市场份额。

# H 高增可期 | 平台化跨越车型生命周期 在手订单充沛

图：各生命周期公司配套车型数量与占比（款；%）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 平台化跨越车型生命周期 在手订单充沛

- ✓ 汽车行业产品生命周期长且具有一定的升级换代周期。通常情况下，乘用车车型的整个生命周期约 4-7 年。一般车型改款或换代对冲压零部件供应商的影响较少，主要系发动机、内饰、系统、附加功能方面的改进；
- ✓ 公司通过开发模具生产出平台化、标准化产品对外销售，同一品牌的产品可适用不同车型应用，具有跨越乘用车车型生命周期作用，从而实现产品生命周期的延续。从公司产品生命周期分布来看，公司产品所应用的车型绝大多数处于量产初期或者量产中期。

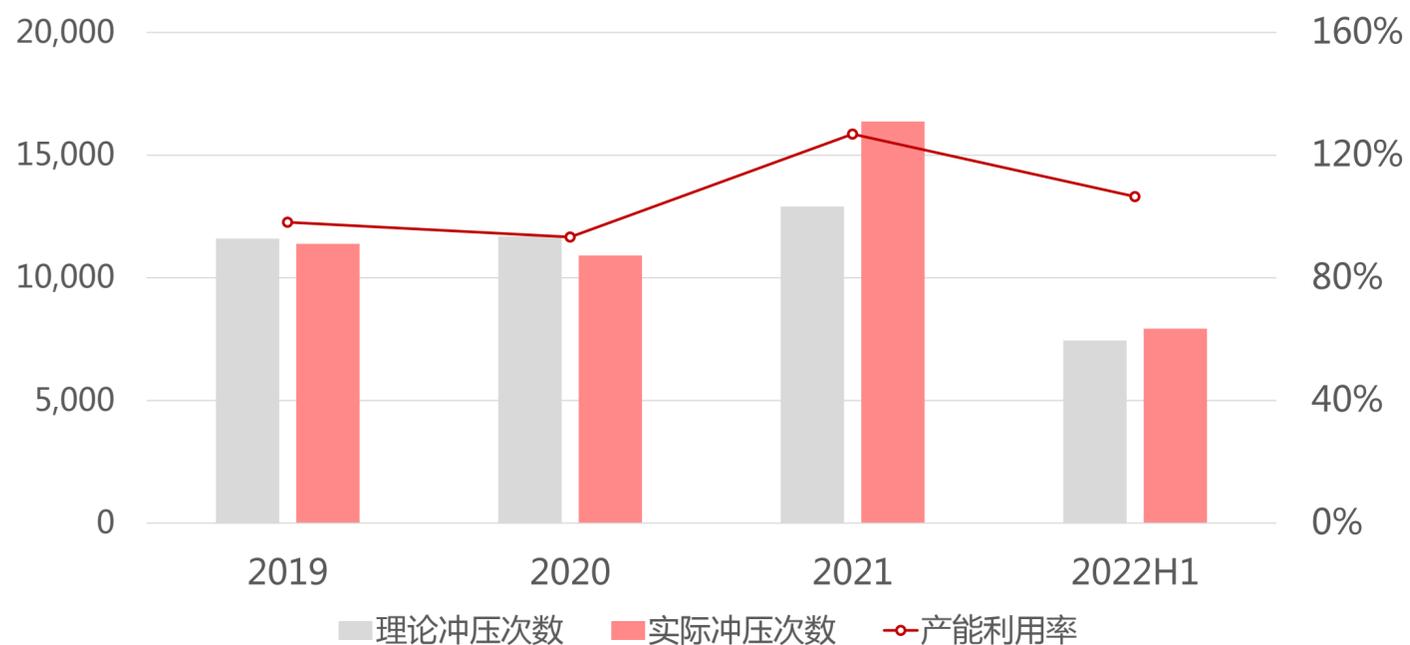
表：公司主要配套车型生命周期情况

主要客户	主要品牌	主要车型	车型投产时间	生命周期
特斯拉	特斯拉	Model 3/Y	2020 年	量产初期
理想汽车	理想	L9	2022 年	量产初期
		L8	2022 年	量产初期
		L7	2022 年	量产初期
蔚来汽车	蔚来	ES7	2022 年	量产初期
		ET5	2021 年	量产初期
		EC6	2020 年	量产初期
		ES6	2019 年	量产中期
华人运通	高合	Hiphi Z	2022 年	量产初期
		Hiphi X	2021 年	量产初期
零跑汽车	零跑	C01	2022 年	量产初期
		T03	2021 年	量产初期
		S01	2019 年	量产中期
上汽大众	大众	ID.3/ID.4X/ID.6X	2021 年	量产初期
		新途观 L PHEV	2020 年	量产初期
		新途观 L	2020 年	量产初期
		ID.3/ID.4X/ID.6X	2021 年	量产初期
		新途观 L PHEV	2020 年	量产初期
上汽通用	别克	昂科威 S	2022 年	量产初期
		昂科威	2020 年	量产初期

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

# 高增可期 | 募资扩产+布局新产品 达产后营收有望新增超30亿元

图：公司产能利用情况（次；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 募资扩产+布局新产品 达产后新增营收超30亿元

- ✓ 2019-2022H1，公司冲压零部件业务的产能利用率分别为98.1%、93.3%、126.9%和106.5%，处于完全饱和状态，限制公司发展。随着昆山、常州和滁州扩产项目的逐步投产，公司产能紧张得以缓解，且新工厂均将大幅提升自动化率；
- ✓ 盐城多利和昆山达亚预计分别新增车身及底盘零部件1,200万件年产能和电池托盘20万套年产能，新产品将逐步贡献增量；
- ✓ 我们测算募投项目完全达产后，冲压件、电池托盘、车身及底盘零部件有望分别新增收入13.6亿元、1.2亿元、18亿元。

表：公司募集资金使用计划

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟使用募集资金（万元）	新增产能	主要配套客户
1	滁州多利汽车科技股份有限公司汽车零部件自动化工厂项目	60,148.78	49,114.33	年新增 2,300 万件冲压件	蔚来汽车、上汽大众、上汽大通
2	常州达亚汽车零部件有限公司汽车零部件生产项目	51,455.20	38,362.15	年新增 1,320 万件汽车冲压件和10万套焊接件	理想汽车、上汽大通
3	昆山达亚汽车零部件有限公司汽车电池托盘、冲压件生产项目	30,617.79	24,938.55	年新增 20 万套电池托盘、1,560 万件冲压件	特斯拉、上汽大众、上汽通用、上汽乘用车
4	盐城多利汽车零部件有限公司汽车零部件制造项目	43,325.88	36,601.66	年产车身及底盘零部件 1,200 万件	华人运通、上汽大众和上汽乘用车
5	昆山达亚汽车零部件有限公司冲压生产线技改项目	23,898.17	23,652.01	年新增 1,600 万件冲压件	特斯拉、理想汽车、上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等
6	补充流动资金项目	30,000.00	30,000.00	年新增 2,300 万件冲压件	蔚来汽车、上汽大众、上汽大通
小计		239,445.82	202,668.70		

资料来源：公司公告，华西证券研究所



## 目录

---

- 公司概况：冲压件细分龙头 新能源驱动高成长
- 行业分析：冲压件千亿市场 一体压铸大势所趋
- 核心看点：冲压件双维齐驱 一体压铸先发布局
- **投资建议**
- 风险提示

表：公司分业务盈利拆分

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>16.84</b>	<b>27.72</b>	<b>33.55</b>	<b>41.09</b>	<b>54.47</b>	<b>73.55</b>
<i>yoy</i>	<i>5%</i>	<i>65%</i>	<i>21%</i>	<i>22%</i>	<i>33%</i>	<i>35%</i>
汽车零配销售	15.21	24.73	30.01	36.76	48.73	65.80
<i>yoy</i>	<i>12%</i>	<i>63%</i>	<i>21%</i>	<i>22%</i>	<i>33%</i>	<i>35%</i>
模具销售	0.62	1.20	1.43	1.66	2.20	2.97
<i>yoy</i>	<i>-62%</i>	<i>92%</i>	<i>20%</i>	<i>16%</i>	<i>33%</i>	<i>35%</i>
其他业务	1.00	1.80	2.18	2.67	3.54	4.78
<i>yoy</i>	<i>10%</i>	<i>79%</i>	<i>21%</i>	<i>22%</i>	<i>33%</i>	<i>35%</i>
<b>营业成本 (亿元)</b>	<b>12.93</b>	<b>20.89</b>	<b>25.32</b>	<b>31.23</b>	<b>41.34</b>	<b>55.68</b>
汽车零配销售	12.35	19.76	24.05	29.66	39.26	52.87
模具销售	0.56	1.07	1.28	1.49	1.97	2.66
其他业务	0.02	0.06	0.07	0.08	0.11	0.15
<b>毛利 (亿元)</b>	<b>3.91</b>	<b>6.83</b>	<b>8.23</b>	<b>9.86</b>	<b>13.13</b>	<b>17.87</b>
汽车零配销售	2.86	4.96	5.97	7.10	9.47	12.93
模具销售	0.06	0.12	0.15	0.17	0.23	0.31
其他业务	0.98	1.74	2.11	2.59	3.43	4.63
<b>毛利率 (%)</b>	<b>23.22%</b>	<b>24.64%</b>	<b>24.53%</b>	<b>24.00%</b>	<b>24.10%</b>	<b>24.30%</b>
汽车零配销售	18.82%	20.08%	19.88%	19.32%	19.43%	19.65%
模具销售	10.01%	10.45%	10.40%	10.40%	10.40%	10.40%
其他业务	98.04%	96.91%	96.91%	96.91%	96.91%	96.91%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603358.SH	华达科技	19.10	0.82	0.83	1.18	1.66	23.29	22.94	16.16	11.50
603768.SH	常青股份	15.51	0.29	0.40	0.83	1.41	53.48	38.62	18.80	10.99
002965.SZ	祥鑫科技	48.25	0.43	1.39	3.67	5.24	113.48	34.60	13.16	9.21
605018.SH	长华股份	10.84	0.37	0.32	0.54	0.65	29.30	33.89	19.99	16.61
300926.SZ	博俊科技	27.72	0.59	0.85	1.45	2.45	46.98	32.78	19.17	11.33
平均值							53.31	32.57	17.45	11.93

资料来源：Wind，华西证券研究所

基于主营业务拆分，对公司未来经营作如下预测：

- ✓ 汽车零配销售：考虑到特斯拉、理想、蔚来等新能源客户的放量，预计2023-2025年汽车零配销售营收分别36.8/48.7/65.8亿元，毛利率分别19.3%/19.4%/19.7%；
- ✓ 模具销售：预计2023-2025年模具销售营收分别1.7/2.2/3.0亿元，毛利率分别10.4%/10.4%/10.4%；
- ✓ 其他业务：主要为边角废料、原材料等收入，预计2023-2025年其他业务营收分别2.7/3.5/4.8亿元，毛利率分别96.9%/96.9%/96.9%；

综述，预计2023-2025年公司营收分别41.1/54.5/73.6 亿元，同比分别 +322% / +33% / +35%，毛利率分别 24.0%/24.1%/24.3%。

表：公司盈利预测

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,772	3,355	4,109	5,447	7,355
YoY (%)	64.6%	21.0%	22.5%	32.6%	35.0%
归母净利润(百万元)	386	445	545	715	1,010
YoY (%)	147.8%	15.5%	22.4%	31.3%	41.2%
毛利率 (%)	24.7%	24.5%	24.0%	24.1%	24.3%
每股收益 (元)	3.64	4.20	3.86	5.06	7.15
ROE	27.2%	23.9%	12.3%	13.9%	16.4%
市盈率	22.25	19.28	21.01	16.00	11.33

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 投资建议：

- ✓ 公司系国内冲压零部件细分龙头，部分产品新能源市占率近12%，模具自制实现降本增效，盈利能力和成本管控能力引领行业。
- ✓ 特斯拉驱动成长，新势力持续开拓。公司2019年开始配套特斯拉，供货M3/MY冲压件，我们预计单车配套价值过千元，特斯拉的营收占比由2020年的13.2%提升至2022年的47.2%，目前已成为公司第一大客户。此外公司与理想汽车、蔚来汽车等合作不断加深，全面覆盖主要车型，配套份额不断提升，于电动智能变革实现市占率的加速提升。
- ✓ 发力轻量化和自动化，前瞻布局一体化压铸。公司重点发力轻量化和自动化，研发投入不断增加，人均产值持续提升，产品品类逐步拓宽至电池托盘等。2021年公司购买布勒6100T压铸机，先发布局一体化压铸，掘金千亿市场。
- ✓ 预计23-25年营收41.09/54.47/73.55亿元，EPS 3.86/5.06/7.15元，对应2023年3月16日80.99元/股收盘价，PE分别21/16/11倍，首次覆盖，

给予“买入”评级。  
 华西证券股份有限公司  
 HUAXI SECURITIES CO.,LTD.



## 目录

---

- 公司概况：冲压件细分龙头 新能源驱动高成长
- 行业分析：冲压件千亿市场 一体压铸大势所趋
- 核心看点：冲压件双维齐驱 一体压铸先发布局
- 投资建议
- **风险提示**

## 风险提示

- ✓ **汽车市场回暖程度不及预期**：受国际冲突与疫情冲击等因素的影响，宏观经济增速放缓，汽车产业发展放缓，汽车销量较去年同期有所下滑，消费者观望情绪明显，可能导致汽车市场回暖程度不及预期；
- ✓ **冲压零部件市占率提升不及预期**：公司冲压零部件业务与特斯拉的绑定程度不断加深，可能面临特斯拉中国区业务拓展不及预期以及双方合作不及预期，导致市占率提升不及预期；
- ✓ **新业务拓展不及预期**：公司计划拓展一体化压铸和轻量化等新能源细分业务，实际进展可能不及预期；
- ✓ **市场竞争加剧的风险**：公司在汽车冲压零部件的市场占有率仍然较低，未来可能面临市场竞争加剧的风险；
- ✓ **原材料价格持续上涨的风险**：公司主营业务成本中铝材和钢材占比较高，若原材料价格波动将对产品成本和毛利率产生较大影响。

# 附录 | 三张表及主要财务比率

财务报表和主要财务比率									
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,355	4,109	5,447	7,355	净利润	445	545	715	1,010
YoY (%)	21.0%	22.5%	32.6%	35.0%	折旧和摊销	157	160	181	204
营业成本	2,532	3,123	4,134	5,568	营运资金变动	-357	47	-660	-126
营业税金及附加	21	26	35	47	经营活动现金流	284	752	236	1,087
销售费用	10	13	17	23	资本开支	-487	-377	-390	-385
管理费用	81	121	175	206	投资	0	-9	-9	-9
财务费用	14	0	0	0	投资活动现金流	-491	-387	-401	-396
研发费用	124	164	215	283	股权募资	0	2,027	0	0
资产减值损失	-15	0	0	0	债务募资	240	81	55	64
投资收益	-1	-1	-2	-3	筹资活动现金流	209	2,108	55	64
营业利润	550	670	880	1,242	现金净流量	7	2,473	-110	755
营业外收支	0	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	550	669	880	1,242	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	104	124	165	232	营业收入增长率	21.0%	22.5%	32.6%	35.0%
净利润	445	545	715	1,010	净利润增长率	15.5%	22.4%	31.3%	41.2%
归属于母公司净利润	445	545	715	1,010	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	15.5%	22.4%	31.3%	41.2%	毛利率	24.5%	24.0%	24.1%	24.3%
每股收益	4.20	3.86	5.06	7.15	净利润率	13.3%	13.3%	13.1%	13.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率ROA	12.6%	8.5%	9.4%	11.0%
货币资金	152	2,624	2,515	3,270	净资产收益率ROE	23.9%	12.3%	13.9%	16.4%
预付款项	35	49	63	86	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	608	607	1,033	1,162	流动比率	1.45	2.80	2.60	2.58
其他流动资产	1,182	1,327	2,002	2,452	速动比率	0.95	2.38	2.08	2.11
流动资产合计	1,977	4,607	5,612	6,969	现金比率	0.11	1.59	1.17	1.21
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	47.2%	30.5%	32.3%	32.7%
固定资产	1,045	1,223	1,406	1,557	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	184	206	228	250	总资产周转率	1.08	0.83	0.78	0.88
非流动资产合计	1,545	1,772	1,992	2,185	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,522	6,379	7,604	9,154	每股收益	4.20	3.86	5.06	7.15
短期借款	387	468	523	587	每股净资产	17.56	31.36	36.43	43.57
应付账款及票据	796	973	1,379	1,785	每股经营现金流	2.68	5.32	1.67	7.69
其他流动负债	178	206	255	325	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,361	1,647	2,157	2,696	<b>估值分析</b>				
长期借款	231	231	231	231	PE	19.28	21.01	16.00	11.33
其他长期负债	69	69	69	69	PB	0.00	2.58	2.22	1.86
非流动负债合计	300	300	300	300					
负债合计	1,661	1,946	2,456	2,996					
股本	106	141	141	141					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,861	4,433	5,148	6,158					
负债和股东权益合计	3,522	6,379	7,604	9,154					

# H 免责声明

## 分析师与团队简介

### 崔琰/首席分析师

经济学硕士，10余年证券从业研究经验，曾任天风证券、国金证券、民生证券汽车行业首席分析师等，获2022年新财富最佳分析师第五名、金牛奖第五名、水晶球入围（公募榜单第三名）、新浪金麒麟第四名、上证报第三名、WIND第二名；2021年金牛奖汽车行业最佳分析师第五名、水晶球入围、新浪金麒麟入围、WIND第一名；获2020年汽车行业最佳分析师水晶球公募组第五名，WIND第一名；2017年新财富入围，水晶球第三名，金翼奖第四名，WIND第一名；2016年水晶球第一名，2014年新财富入围。专注于汽车四化（电动化、智能化、网联化、共享化）研究，在行业变革中深挖投资机会。

郑青青/王旭冉/胡惠民/杜丰帆/乔木/马天韵

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

**THANK YOU**

