

## “均衡型”汽车零部件公司的格局与轮回

2023 年 03 月 28 日

► **市场预期未来合资品牌份额下滑压力加大，公司传统主业收入萎缩，但我们判断电动化的下半场下自主品牌电动化全面发力，新势力车企进入关键验证期，合资品牌和自主及新势力车企的份额将形成“跷跷板”效应，车身冲压件属于“低价值+有限差异化”业务矩阵，产业格局的宿命是强者恒强，客户矩阵头部化为竞争的核心。**公司在“合资为王”时代已率先完成客户头部化的第一次集中，“均衡型”的客户结构将助力公司进一步完成“头部合资+头部自主+头部新势力”的第二次客户矩阵头部化转型，我们预计 2025 年公司传统主业收入及利润规模相对 2022 年有大幅提升。2020 年之前我国乘用车市场格局“合资为王”，合资市占率维持在 60% 左右。公司主动拥抱头部合资品牌，在其市占率接近 20%，完成第一次客户结构的头部化。电动化推动自主品牌快速崛起，2020-2022 年公司在合资品牌内市占率持续提升至 23%，并开始探索电动化下半场下“新头部”的终局，快速切入特斯拉及头部自主品牌，我们判断公司凭借“均衡型”客户结构及产能、规模化优势有望全面发力，完成第二次“新头部”客户结构的升级，拥有电动化时代下强“客户矩阵”。经过对 2025 年公司传统冲压业务敏感性分析测算，我们预计公司传统业务收入及利润规模较 2022 年将大幅提升。

► **市场预期电池托盘业务竞争格局分散，公司收购江苏恒义收入规模及利润率偏低，难以打开公司第二成长曲线。但我们判断公司通过并购江苏恒义完成传统公司电动化转型，并实现 ASP 大幅提升（1500 元提升至 4000 元），打破收入天花板约束。同时江苏恒义在电动化的上半场已经完成研发向收入 0-1 的闭环，未来华达科技在客户和资本的双重赋能下，恒义的收入规模将实现 1-10 的快速放量，利润率将大幅提升，公司将进入新一轮快速增长期。**江苏恒义是宁德时代电池箱托盘供应商。公司通过收购江苏恒义，快速切入新能源汽车零部件领域，新增了电池箱下托盘总成、电机壳、电驱总成等新能源汽车零部件业务，公司 ASP 由 1500 元大幅提升至 4000 元。2021 年江苏恒义在国内电池托盘市占率约 12%，属于头部公司。公司收购恒义后新建溧阳、宁德等工厂用于生产电池托盘，客户矩阵全面赋能恒义，未来收入规模将进入 1-10 的快速放量期。同时公司开启垂直化整合布局铝合金压铸产线建设，推进一体化压铸技术，有望大幅提升恒义利润率。江苏恒义有望在公司客户及资本双重赋能下收入及利润率共振上行，带动公司进入新一轮业绩增长期。

► **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 3.71/5.07/8.00 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 23/17/11 倍。冲压件龙头加速切入一体化压铸行业有效打开成长空间，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料成本超预期上行导致毛利率低预期；产业竞争加剧；轻量化及新能源相关业务拓展进度不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4717	5666	7136	9790
增长率 (%)	14.1	20.1	25.9	37.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	358	371	507	800
增长率 (%)	56.4	3.5	36.6	57.8
每股收益 (元)	0.82	0.84	1.15	1.82
PE	24	23	17	11
PB	2.9	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

19.84 元



分析师 邵将

执业证书：S0100521100005

邮箱：shaojiang@mszq.com

研究助理 郭雨蒙

执业证书：S0100122070027

邮箱：guoyumeng@mszq.com

## 相关研究

1. 华达科技 (603358.SH) 2022 年三季报业绩点评：22Q3 业绩超预期，研发加码助力轻量化突破-2022/10/30
2. 华达科技 (603358.SH) 2022 年中报业绩点评：新能源业务再突破，公司盈利拐点清晰-2022/09/01
3. 华达科技 (603358.SH) 首次覆盖报告：汽车冲压龙头，全产业链布局轻量化开启第二增长曲线-2022/08/17

# 目录

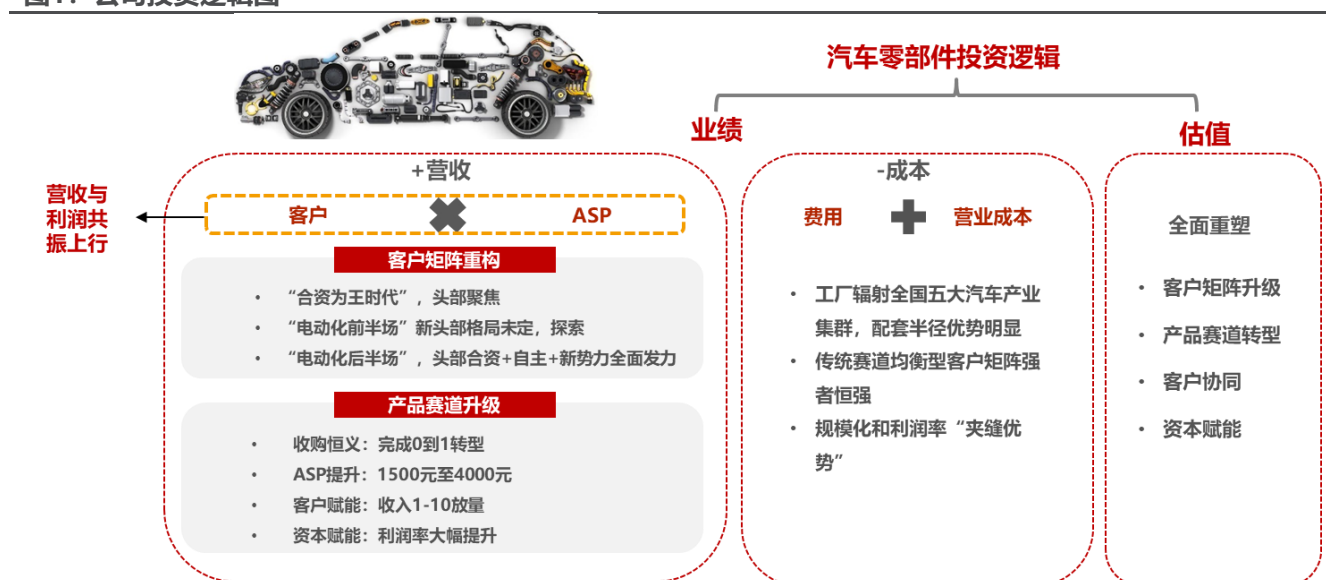
<b>1 客户矩阵加速转型，电池托盘快速放量</b>	<b>3</b>
<b>2 客户维度：加速重构，“均衡型”公司发力</b>	<b>4</b>
2.1 电动化重塑行业格局，“均衡型”公司厚积薄发	4
2.2 “合资为王”时代的冲压件龙头，打造“头部合资+自主+新势力”强客户矩阵	7
2.3 公司传统业务不同市占率和利润率的敏感性测算	10
<b>3 产品维度：电池托盘完成 0-1，ASP 大幅提升</b>	<b>11</b>
3.1 公司电池托盘完成 0-1，ASP 大幅提升	11
3.2 江苏恒义不同市占率和利润率的敏感性测算	13
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>14</b>
4.1 不同市占率和利润率的敏感性测算	14
4.2 可比公司估值对比	15
4.3 盈利预测与投资建议	16
<b>5 风险提示</b>	<b>17</b>
<b>插图目录</b>	<b>19</b>
<b>表格目录</b>	<b>19</b>

# 1 客户矩阵加速转型，电池托盘快速放量

从客户角度来看，公司在“合资为王”的时代已完成客户的头部化聚焦，打造了细分领域较强“客户矩阵”。电动化的后半场，头部客户逐渐清晰，公司有望凭借其客户及成本优势加速新头部车企的产品配套，在合资品牌的头部化历程有望在新能源趋势中快速复刻，成为电动化终局下的头部“玩家”，市占率进一步提升，抓住传统车身冲压件强者恒强的产业趋势，进一步升级新能源产业终局下的客户矩阵，建立“头部合资+头部自主+头部新势力”的客户结构最终拥有产业定价权并对新业务赋能。

从产品角度来看，公司收购恒义实现电池托盘业务从0到1的转型，ASP从1500提升至4000元。通过对恒义客户与资本双重赋能，公司实现新能源业务营收与利润共振上行，进入新一轮高增长长期。

图1：公司投资逻辑图



资料来源：民生证券研究院整理

## 2 客户维度：加速重构，“均衡型”公司发力

### 2.1 电动化重塑行业格局，“均衡型”公司厚积薄发

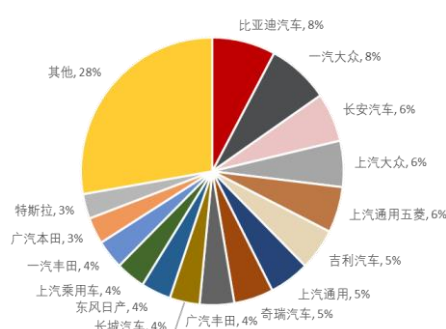
公司在“合资为王”时代，已完成客户的头部化聚焦，打造了细分领域强“客户矩阵”。我国国内乘用车市场格局较为分散，2020 年之前“合资为王”，合资市占率维持在 60%左右，大众+通用+日产+本田+丰田（华达科技主要客户）市占率维持在 40%左右。

图2：乘用车分车系销量情况



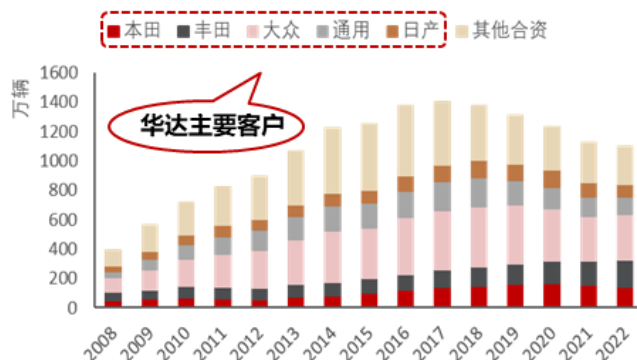
资料来源：中汽协，民生证券研究院

图3：2022 年乘用车分品牌销量结构



资料来源：中汽协，民生证券研究院

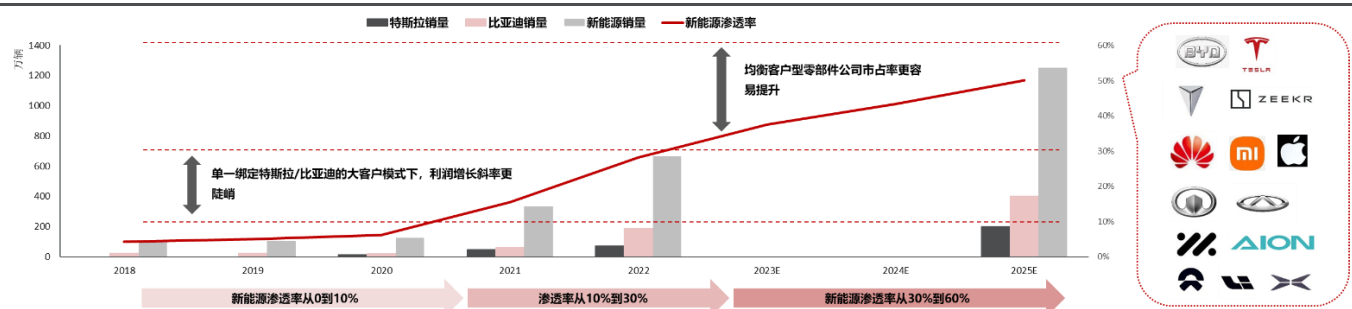
图4：合资乘用车分品牌销量情况



资料来源：中汽协，公司公告，民生证券研究院

电动化加速“自主崛起”，行业格局全面重塑，“均衡型”公司有望在后半场角逐中胜出。电动化的前半场，渗透率 0-30%阶段，格局高度集中，“单一型”客户结构公司转型迅速“跑的快”；电动化的后半场，渗透率 30%-60%的过程，传统车企全面发力，行业格局开始分散“均衡客户”客户结构公司“行稳致远”。

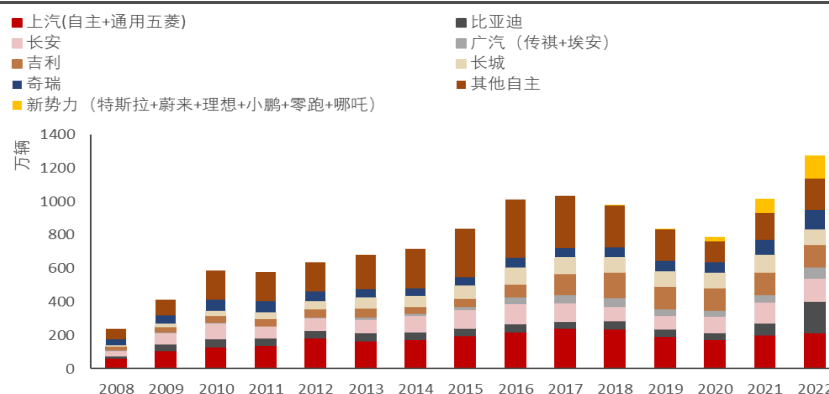
图5：30%-60%的新能源渗透率下需要均衡的客户结构



资料来源：中汽协，汽车之家，盖世汽车，民生证券研究院预测

注：特斯拉及比亚迪 2025 年销量为假设数据

图6：自主乘用车+新势力分品牌销量情况



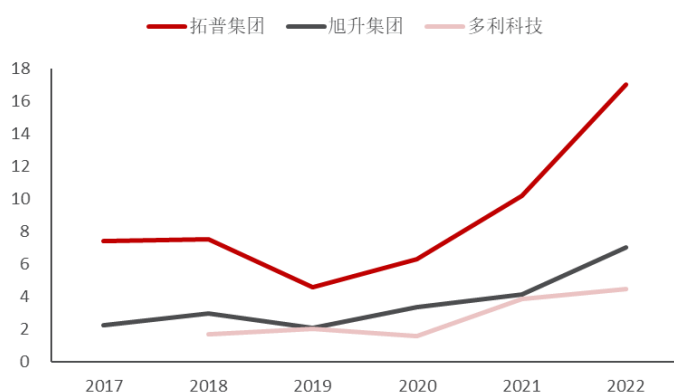
资料来源：中汽协，民生证券研究院

电动化的前半场，格局高度集中，“单一型”客户结构公司转型迅速，“跑得快”。

表1：单一大客户模式的零部件公司客户结构

公司名称	主要客户	2021 年特斯拉销售额占比
拓普集团	特斯拉、比亚迪、吉利新能源、赛力斯、蔚来、小鹏、理想、RIVIAN、LUCID、FORD、GM、FCA 等车企以及科技企业	36.36%
旭升集团	2021 年前五大客户为特斯拉、上海奉贤赛科利汽车模具技术应用有限公司、采埃孚、长城汽车、北极星	39.93%
多利科技	特斯拉、理想汽车、上汽集团、上汽通用、上汽大众为 2021 与 2022H1 前五大客户	36.61%

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院整理

**图7：单一大客户模式的零部件公司归母净利润情况（单位：亿元）**


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：拓普集团 2022 年数据为业绩预告中值

**电动化的后半场，传统车企全面发力，行业格局开始分散，“均衡型”客户结构公司“行稳致远”。**2025 年新能源渗透率有望达 50%，各大车企加速布局新能源车型，新能源市场格局趋于分散，均衡型零部件公司将受益。根据各整车厂销量规划，2025 年新能源各品牌汽车产销量均将有望大幅增加，新能源市场的竞争格局具备大幅变化的可能性。因此，均衡型零部件公司将充分享受“不确定的路径节奏，确定的终局”，客户结构优势凸显。

**表2：各整车厂销量规划**

公司名称	销量规划	公司名称	销量规划
长城汽车	2025 年销量目标 400 万辆，其中新能源汽车 320 万辆。 哈弗 2023 年目标销量 130 万台；欧拉 2023 年目标销量 100 万台；坦克 2023 年/2025 年目标销量 35/50 万台；WEY 目标销量 65 万台/年	零跑	2025 年销量目标约 80 万辆
一汽集团	2023 年的销量目标为 400 万辆；2025 年总销量 650 万辆，其中新能源汽车约 130 万辆	小鹏	2023 年的目标是累计交付 45 万辆车，即 2023 年交付近 20 万辆车；2025 年销量目标约 105 万辆
东风	2023 年的销量目标 350 万辆目标；2025 年销量目标约 500 万辆，其中新能源汽车 100 万辆	哪吒	2023 年的销量目标为 25 万辆；2025 年销量目标约 40-50 万辆
长安	2023 年的销售目标为 280 万辆；2025 年销量目标约 300 万辆，其中新能源汽车 105 万辆	理想	2025 年销量目标约 160 万辆
上汽	2025 年销量目标约 845 万辆，其中新能源汽车 270 万辆	吉利	2023 年销量目标 165 万辆；2025 年目标销量为 365 万辆，其中新能源汽车 155 万辆
广汽	2025 年销量目标约 350 万辆，其中新能源汽车约 87.5 万辆	蔚来	2023 年的销量目标在 20 万辆左右

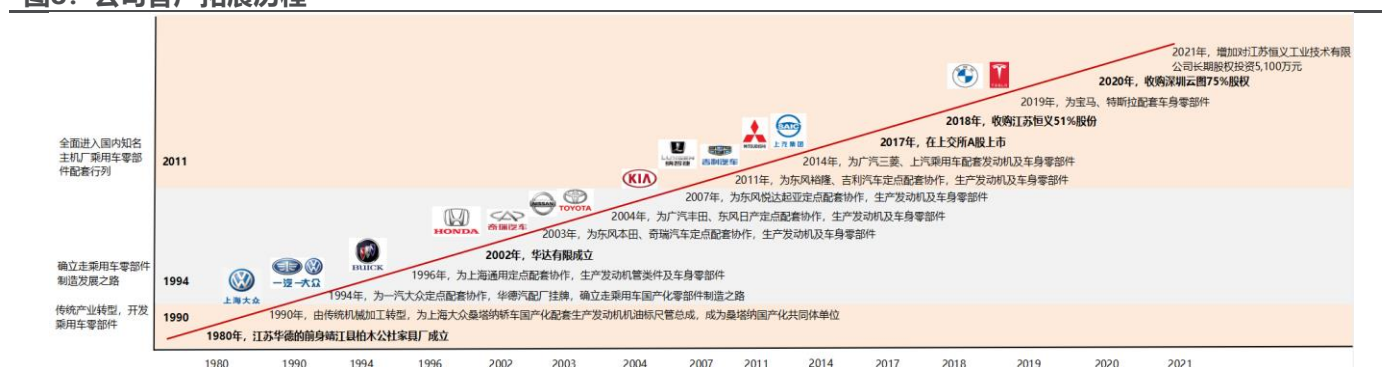
资料来源：经济观察网、中国经济网、汽车之家、凤凰网汽车，民生证券研究院整理



## 2.2 “合资为王”时代的冲压件龙头，打造“头部合资+自主+新势力”强客户矩阵

“合资为王”时代公司已完成客户的头部化聚焦，电动化下半场覆盖“头部合资+自主+新势力”优势显著。公司前身确定发展乘用车零部件业务的初期，主动寻求与上汽大众、一汽大众、上海通用等头部合资品牌合作，2002 年自华达有限成立起至今，又相继进入东风本田、广汽丰田、东风日产、广汽本田、奇瑞、吉利、上汽等企业的配套协作体系，在合资时代下抓住公司发展重要机遇。

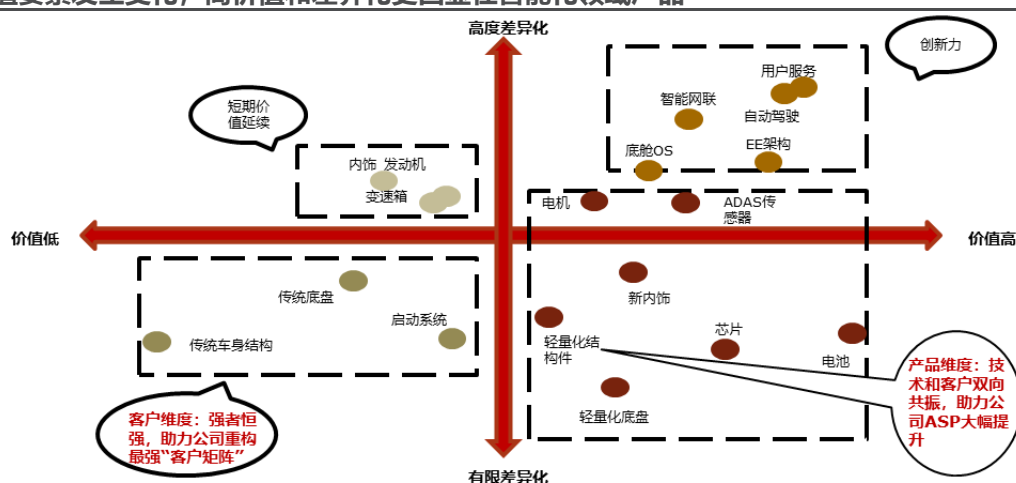
图8：公司客户拓展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

“头部合资+自主+新势力”强客户矩阵的核心——传统车身结构件领域的宿命即头部化集中。公司传统业务属于“有限差异化，价值量偏低”矩阵，电动车和燃油车对比车身结构件未来 3-5 年产品形态变化较小，未来趋势为强者恒强，自主新能源转型及新势力规模化放量完成头部化后，公司“后发优势”明显，成本优势下有望驱动公司市占率持续上行，全面重塑“头部合资+自主+新势力”强“客户矩阵”。

图9：零件价值要素发生变化，高价值和差异化更凸显在智能化领域产品



资料来源：民生证券研究院整理

**“头部合资+自主+新势力”强客户矩阵的核心——工厂辐射全国五大汽车产业集群，配套半径优势明显。**为实现与客户的近距离对接，最大限度地降低产品运输成本，提高公司产品竞争力，公司采取紧贴汽车产业集群的战略，在靖江、长春、广州、武汉等地建立了生产基地，并已筹建海宁、成都生产基地，产品直接配套长三角、东北、珠三角、中部、西南汽车产业集群，并可辐射京津汽车产业集群。在满足合资车企冲压件需求的情况下，公司工厂可近距离运输至吉利、奇瑞、长安、广汽埃安等车企。

**表3：生产基地产能情况**

生产基地	总投资	产能情况	其他
靖江城北工业园	2.5亿元	5000万套/年	配套特斯拉、上汽大众、上汽通用、上汽集团、东风悦达、奇瑞等
广州分部	2亿元	3000万套/年	配套广汽本田、广汽丰田、东风日产、广汽乘用车等
武汉分部	2.5亿元	4500万套/年	配套东风本田
长春分部	1.5亿元	2500万套/年	配套一汽大众等
成都分部	1.5亿元	2000万套/年	整车配套产能达40万辆，配套一汽大众成都
海宁分部	2.6亿元	2800万件/年	整车配套产能达45万辆，配套上汽大众、东风裕隆等

此外，公司在天津、青岛、盐城、杭州、惠州等地建有工厂，配套一汽大众、天津丰田、悦达起亚、上汽大众等整车厂

资料来源：公司公告、公司招股说明书，民生证券研究院

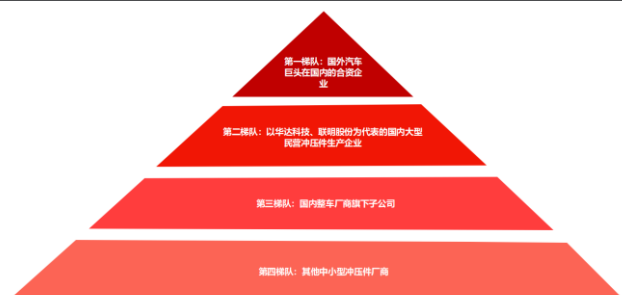
图10：全国乘用车部分产业版图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

**“头部合资+自主+新势力”强客户矩阵的核心——规模化下的成本及效率优势显著。** 冲压件市场竞争激烈、格局分散，头部企业集中度有望进一步提升。目前冲压件市场第一梯队主要为国外汽车巨头在国内的合资企业，第二梯队为规模化民营冲压企业，2018 年之后，较多中小型冲压企业受车市疲软等因素影响，成本压力较大，逐步退出市场。作为资金充足、技术领先的第三方冲压企业，公司此前客户优势明显，未来有望凭借其资本、技术、客户、工厂等规划化优势形成对国内企业的横向兼并整合及国外企业的进口替代。

**图11： 冲压件市场竞争格局**



资料来源：观研天下，民生证券研究院

**表4：上市企业冲压件相关业务对比**

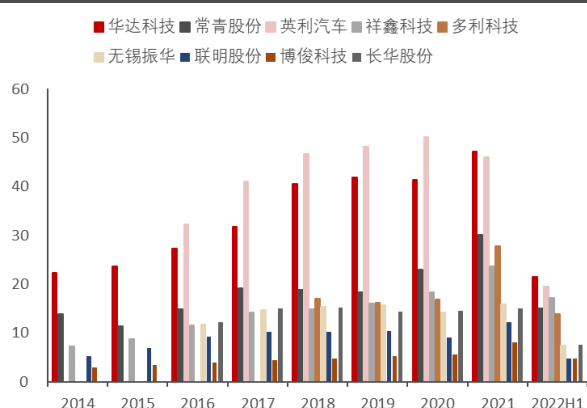
序号	企业名称	成立日期	主营业务	2021冲压件相关业务	
				营业收入 (亿元)	毛利率
1	华达科技	2002	冲压焊接件及总成、发动机管类件及模具	36.61	14.7%
2	常青股份	1988	冲压及焊接零部件	24.21	14.81%
3	金鸿顺	2003	汽车零部件的冲压、焊接	4.25	3.65%
4	无锡振华	1989	冲压零部件及总成	10.61	2.46%
5	英利汽车	1991	车身结构零部件及防撞系统零部件	45.9	14.35%
6	多利科技	2010	汽车冲压零部件	24.73	20.08%
7	祥鑫科技	2004	汽车精密冲压模具和金属结构件	16.08	16.44%
8	博俊科技	2011	汽车冲压零部件	6.22	16.19%
9	长华股份	1993	汽车冲焊件、紧固件	6.517	9.60%

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院



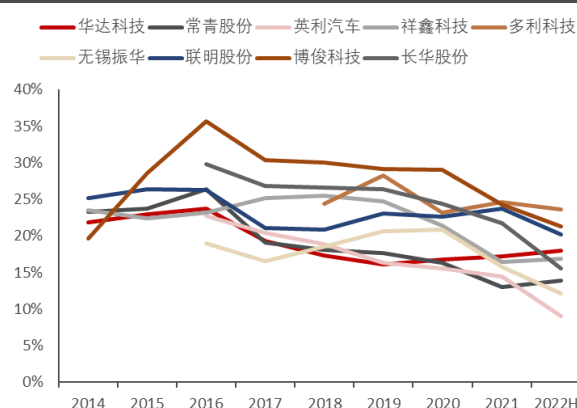
“头部合资+自主+新势力”强客户矩阵的核心——客户矩阵、收入规模及利润率的“夹缝优势”。从冲压企业收入、毛利率、净利率对比情况来看，华达科技与英利汽车收入全面领先，已形成规模化优势，其他冲压企业收入维持在 20 亿元左右；博俊科技、多利科技由于聚焦新势力车企，毛利率与净利率行业领先，从盈利能力来看，华达处于中部位置，存在利润率向上突破或低利润率进一步抢占份额的可能性。华达科技有望在客户结构、规模化及利润率上形成独特的“夹缝优势”。

图12：上市企业冲压件业务收入对比（亿元）



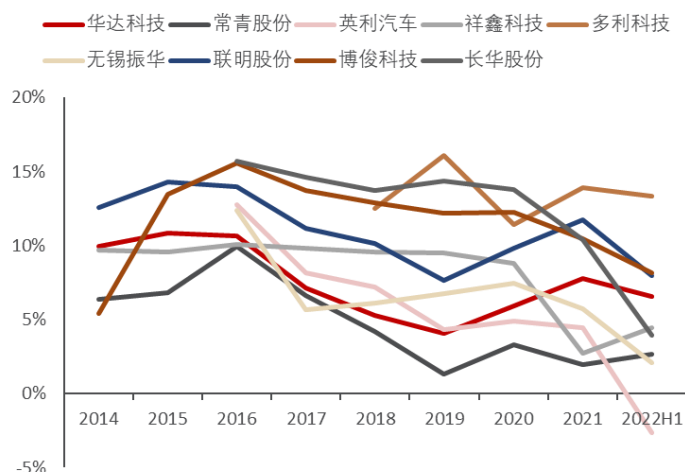
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图13：企业冲压件业务毛利率对比



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图14：上市企业冲压件业务净利率对比



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

汽车冲压件为传统汽车零部件，产品形态稳定，市场竞争格局稳定，故公司产品定价与市场价格相同，公司所供应的冲压件每年存在 3% 的年降。经我们测算，2022 年公司在其供应产品合资市场中的市占率约 23%。

**表5：公司在合资中的市占率情况**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
公司零部件收入（亿元）	19.97	21.69	22.96	26.03	30.78	38.58	38.4	38.23	36.61	37.70
公司所供冲压件 ASP（元）	1957	1900	1845	1791	1739	1688	1639	1591	1545	1500
合资销量（万辆）	1065	1220	1245	1375	1401	1375	1308	1228	1124	1095
公司所供冲压件的合资市场空间（亿元）	208	232	230	246	244	232	214	195	174	164
公司在其供应产品合资市场市占率	9.6%	9.4%	10.0%	10.6%	12.6%	16.6%	17.9%	19.6%	21.1%	22.9%

资料来源：公司公告，Wind，中汽协，民生证券研究院测算

**电动化的后半场，头部客户逐渐清晰，公司在合资品牌的头部化历程有望再电动化时代快速复刻。**公司把握合资头部品牌，占据市场先机，持续调整客户结构，目前在合资品牌中的份额约 23%。未来随着传统自主品牌新能源转型发力及新势力车企的进一步放量，新的头部格局进一步清晰，公司有望凭借其客户及成本优势加速新头部车企的产品配套，成为电动化终局下的头部“玩家”，市占率进一步提升。**公司在“合资为王”时代已率先完成客户头部化的第一次集中，“均衡型”的客户结构将助力公司进一步完成“头部合资+头部自主+头部新势力”的第二次客户矩阵头部化转型，实现对细分领域的定价权及对新业务的赋能。**

## 2.3 公司传统业务不同市占率和利润率的敏感性测算

传统业务目前净利率 8%左右，假设 2025 年乘用车销量达 2500 万辆，ASP 为 1500 元，华达的传统冲压业务利润弹性测算如下：

- 1) 维持净利率 8%，若在乘用车中市占率达 20%，利润可达 6 亿元；
- 2) 净利率 6%，市占率达 25%时，公司利润可达 5.63 亿元；
- 3) 净利率 5%，市占率达 30%时，公司利润可达 5.63 亿元。

**表6：传统业务不同市占率和利润率的敏感性测算**

传统业务假设：2500万辆车，ASP=1500				
净利率	市占率	20%	25%	30%
	5%	3.75	4.69	<b>5.63</b>
	6%	4.50	<b>5.63</b>	6.75
	7%	5.25	6.56	7.88
	8%	<b>6.00</b>	7.50	9.00

资料来源：民生证券研究院预测

## 3 产品维度：电池托盘完成 0-1，ASP 大幅提升

### 3.1 公司电池托盘完成 0-1，ASP 大幅提升

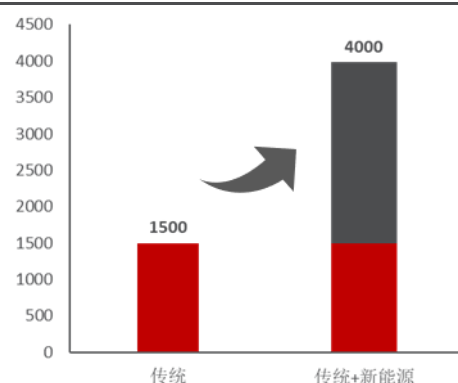
**传统龙头的反抗——收购江苏恒义切入新能源车零部件领域，公司 ASP 由 1500 提升至 4000 元。**江苏恒义是宁德时代电池箱托盘供应商。公司通过江苏恒义，快速切入新能源汽车零部件领域，新增了电池箱下托盘总成、电机壳、电驱总成等新能源汽车零部件业务。参考同行业公司投资者问答披露，新能源电池托盘价值量约 2500 元，收购江苏恒义后，公司 ASP 由 1500 元或将大幅提升至 4000 元。通过控股江苏恒义，双方将实现优势互补、资源共享，充分发挥双方在各方面的协同效应，有助于发展公司新能源板块业务，提高新能源汽车电池箱托盘的制造能力，提升公司核心竞争力。

图15：江苏恒义产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图16：公司 ASP 由 1500 元提升至 4000 元（元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

**电池盒市场格局未定，江苏恒义行业转型初期完成 0-1 的积累，成为阶段性头部企业。**

目前电池盒市场尚处于发展早期阶段，主要参与者包括比亚迪等具备生产能力的主机厂、给车企配套电池托盘产品的第三方零部件厂以及给动力电池企业配套电池托盘产品的第三方企业，包括凌云股份、和胜股份、敏实集团、江苏恒义等公司。

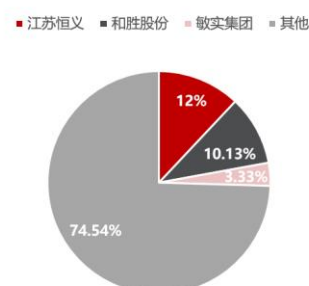
2018 年公司以 2.47 亿元收购江苏恒义（主营业务为动力电池系统壳体生产加工）51%股份，江苏恒义已成为公司控股子公司。2022 年 1 月 27 日，公司发布公告，江苏恒义通过增资扩股方式引入具有新能源产业背景的战略投资者晨道新能源（股东宁波问鼎投资为宁德时代的全资子公司）与宁波超兴创投，进一步加强公司与宁德时代在电池盒领域的合作。目前公司共持股江苏恒义 45.8%的股权。

2021 年江苏恒义在国内电池托盘市占率约 12%，属于头部公司。

表7：电池盒市场主要“玩家”

主要玩家	电池壳业务	产能
凌云股份	新能源车壳产品的重点项目陆续量产，促进新动能加快形成，质量效益稳步提高。	2022年产能30-40万套，明年100万套。
和胜股份	公司于2020年在行业内率先配合客户成功开发第二代无模组（CTP）电池托盘，通过整合电池托盘各功能组件，大幅度提升集成效率，同时带动了产品的单位价值提升。	去年产能30万套，今年60-100万套。
敏实集团	产品主要供给国内客户，占宁德时代总需求40-50%，二代产品占比70%，三代产品更高。	东方财富网预计2022年达到30-40万套，2023年100万套；出货量略少于和胜，目前共6条产线，每个产线每月生产几千套托盘。
上海赛科利	主要供给特斯拉	/
江苏天钧精密	主要供给比亚迪	5万套/年

资料来源：东方财富网，各公司公告，民生证券研究院

 图17：2021年国内电池壳市场江苏恒义市占率约12%  
(注：仅展示部分上市公司电池盒市占率情况)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**双重赋能：“客户矩阵”全面赋能，助力恒义收入规模快速放量，实现 1-10 的增长。**通过江苏恒义，公司先后与上汽时代、宁德时代、小鹏、比亚迪丰田、蔚来、理想等建立了紧密业务关系。公司 2020 年实现电池托盘产量 12 万只，市占率约 10%。公司新建溧阳、宁德等工厂用于生产电池托盘，2021 年 10 月起逐步投产，2022 年产能有望达 105 万套。鉴于公司扩张战略，产能或将快速释放。随着产能爬坡，我们预计到 2023 年公司有望具备 165 万套产能，满产后销售额约 33 亿元，较 2020 年大幅增长。未来伴随华达客户结构“新头部化”的转型，有望充分对恒义赋能，恒义有望实现 1-10 的增长。

图18：公司客户拓展情况

新增客户			
原有客户			

资料来源：公司年报，民生证券研究院

表8：电池托盘高性能镁合金应用及本地化生产项目

项目情况	具体介绍
投资额	不超过36250万元。
建设期	项目分两期建设，项目一期自开工（已于2021年6月28日开工）建设起不超过15个月，项目二期计划在二期建设后一年内启动。
建设规模	一期100亩（熔铸0.3万平方、型材挤压四条线1.2万平方、精切割、整形0.25万平方、热处理2台0.2万平方、预留万吨挤压机0.5万平方、模具房机修主要0.15万平方、氧化喷涂0.3万平方、CNC1.2万平方、焊接测试3万平方，部分仓库办公用房，总面积7万多平方）。
产能	一期铝型材挤压3万吨产能，电池托盘总成50万只产能。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**双重赋能：资本赋能，垂直化布局助力公司利润率持续提升。**布局铝合金压铸产线建设，推进一体化压铸技术。公司投资成立压铸项目平台，积极布局全产业链。当前公司电池盒产品中 40%用到一体压铸，后续公司将推进电池盒的一体压铸技术，实现单个产品的生产效率提升和工序的减少。

图19：公司布局一体化压铸产业链



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

## 3.2 江苏恒义不同市占率和利润率的敏感性测算

江苏恒义目前净利率偏低，电池托盘产能在 105 万套左右，满产市占率达 15.3%，假设 2025 年乘用车销量达 2500 万辆，新能源渗透率为 50%，ASP 为 2500 元，江苏恒义在公司的客户及资本双重赋能下的利润弹性测算如下：

- 1) 若净利率为 7%，市占率达 20%，利润可达 4.38 亿元；
- 2) 若净利率为 6%，市占率达 25%，利润可达 4.69 亿元；
- 3) 若净利率为 5%，市占率达 30%，利润可达 4.69 亿元。

表9：江苏恒义不同市占率和利润率的敏感性测算

新业务假设：2500万辆车*50%新能源渗透率，ASP=2500				
净利率 \ 市占率	20%	25%	30%	
5%	3.13	3.91	<b>4.69</b>	
6%	3.75	<b>4.69</b>	5.63	
7%	<b>4.38</b>	5.47	6.56	
8%	5.00	6.25	7.50	

资料来源：民生证券研究院预测

 表10：新能源业务不同市占率和利润率的敏感性测算  
(按 46%持股比例算)

新业务假设：2500万辆车*50%新能源渗透率，ASP=2500				
净利率 \ 市占率	20%	25%	30%	
5%	1.44	1.80	<b>2.16</b>	
6%	1.73	<b>2.16</b>	2.59	
7%	<b>2.01</b>	2.52	3.02	
8%	2.30	2.88	3.45	

资料来源：民生证券研究院预测



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 不同市占率和利润率的敏感性测算

综上，公司传统业务目前净利率 8%左右，在合资中的市占率在 23%左右；江苏恒义目前净利率偏低，电池托盘产量在 105 万套左右，满产市占率达 15.3%。假设 2025 年乘用车销量达 2500 万辆，新能源渗透率为 50%，传统业务 ASP 为 1500 元，江苏恒义 ASP 为 2500 元，公司传统冲压业务及新能源业务的利润弹性测算如下：

1) 假设传统业务维持净利率 8%，若在乘用车中市占率达 20%，利润可达 6 亿元；若江苏恒义净利率为 5%，市占率达 30%，利润可达 4.69 亿元。按江苏恒义 46%持股比例算，公司总利润在 8.16 亿元；

2) 假设传统业务净利率 5%，若在乘用车中市占率达 30%，利润可达 5.63 亿元；若江苏恒义净利率为 7%，市占率达 20%，利润可达 4.38 亿元。按江苏恒义 46%持股比例算，公司总利润在 7.64 亿元。

**表11：传统业务不同市占率和利润率的敏感性测算**

传统业务假设：2500万辆车，ASP=1500				
市占率 \ 净利率	20%	25%	30%	
5%	3.75	4.69	<b>5.63</b>	
6%	4.50	<b>5.63</b>	6.75	
7%	5.25	6.56	7.88	
8%	<b>6.00</b>	7.50	9.00	

资料来源：民生证券研究院预测

**表12：新能源业务不同市占率和利润率的敏感性测算  
(按 46%持股比例算)**

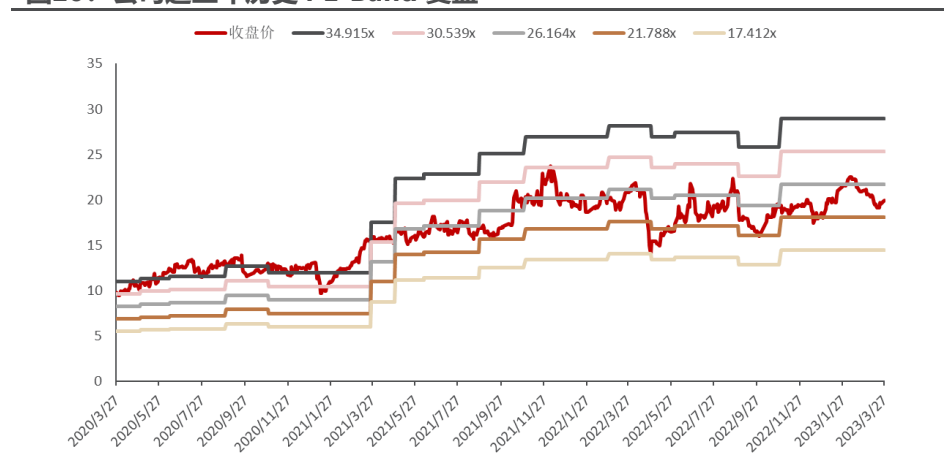
新业务假设：2500万辆车*50%新能源渗透率，ASP=2500				
市占率 \ 净利率	20%	25%	30%	
5%	1.44	1.80	<b>2.16</b>	
6%	1.73	<b>2.16</b>	2.59	
7%	<b>2.01</b>	2.52	3.02	
8%	2.30	2.88	3.45	

资料来源：民生证券研究院预测

## 4.2 可比公司估值对比

复盘公司历史 PE-Band，自 2020 年 3 月份以来，公司估值基本维持在 22-26 倍区间。

图20：公司近三年历史 PE-Band 复盘



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司是国内汽车冲压及焊接总成龙头企业，通过收购江苏恒义进军新能源。我们选取行业内电池盒厂商凌云股份、和胜股份以及压铸领域的旭升股份、拓普集团作为可比公司：

1) 多利科技：公司为主要冲压件供应商之一，产品主要包括前纵梁、水箱板总成、后纵梁、天窗框、轮罩等，与公司可比性较高；

2) 和胜股份：公司产品覆盖电池托盘、模组结构件和电芯外壳三大类别，与公司托盘业务可比性较高；

3) 旭升股份：公司掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺，为主要压铸零部件公司之一；

4) 拓普集团：公司工艺包括冲压、锻造、高压压铸、低压铸造、差压铸造、挤压铸造等。

公司 23 年 PE 估值显著低于可比公司 PE 均值。公司 23-24 年项目逐步达产后有望显著增厚业绩，中长期成长动能强劲，看好公司收购江苏恒义后切入电动化增量赛道，多维布局一体化压铸业务。

**表13：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002824.SZ	和胜股份	31.34	1.12	1.11	2.02	2.93	41	28	15	11
001311.SZ	多利科技	92.73	3.64	4.20	3.86	5.06	25	22	24	18
603305.SH	旭升集团	36.80	0.92	1.05	1.55	2.14	54	31	24	17
601689.SH	拓普集团	62.39	0.92	1.59	2.24	3.04	57	39	28	21
可比公司均值			-	-	-	-	44	30	23	17
603358.SH	华达科技	19.84	0.82	0.84	1.15	1.82	24	23	17	11

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期，多利科技、旭升集团 2022 年 eps 数据采用实际值；收盘价数据截至 2023 年 3 月 28 日；

## 4.3 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 56.66/71.36/97.90 亿元，实现归母净利润 3.71/5.07/8.00 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 23/17/11 倍。冲压件龙头加速切入一体化压铸行业有效打开成长空间，维持“推荐”评级。

**表14：盈利预测与财务指标**

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,717	5,666	7,136	9,790
增长率（%）	14.1	20.1	25.9	37.2
归属母公司股东净利润（百万元）	358	371	507	800
增长率（%）	56.4	3.5	36.6	57.8
每股收益（元）	0.82	0.84	1.15	1.82
PE	24	23	17	11
PB	2.9	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价）

## 5 风险提示

**1) 原材料成本超预期上行导致毛利率低预期：**上游原材料持续上涨，公司成本上升，导致毛利承压，影响利润；

**2) 产业竞争加剧：**随着一体化压铸业务的发展，公司可能面临行业竞争加剧的风险；

**3) 轻量化及新能源相关业务拓展进度不及预期：**新能源汽车销量受经济、政策等多方面因素影响，轻量化及一体化压铸技术应用存在不及预期的风险。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4717	5666	7136	9790
营业成本	3903	4720	5945	8089
营业税金及附加	25	30	39	50
销售费用	40	48	61	81
管理费用	130	159	200	271
研发费用	169	203	257	352
EBIT	367	510	640	964
财务费用	-11	-8	-8	-13
资产减值损失	-102	-94	-95	-97
投资收益	58	30	60	80
营业利润	417	453	612	958
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	418	453	612	958
所得税	52	62	82	126
净利润	366	391	530	832
归属于母公司净利润	358	371	507	800
EBITDA	560	713	860	1203

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	997	1050	1416	1631
应收账款及票据	921	1583	1583	2652
预付款项	43	42	53	77
存货	1348	1347	1975	2656
其他流动资产	192	359	412	506
流动资产合计	3502	4380	5438	7522
长期股权投资	148	181	223	276
固定资产	1225	1228	1237	1239
无形资产	197	195	196	190
非流动资产合计	2148	2224	2326	2433
资产合计	5651	6603	7764	9955
短期借款	60	79	98	121
应付账款及票据	1984	2563	3245	4625
其他流动负债	200	296	357	459
流动负债合计	2245	2938	3701	5205
长期借款	43	43	43	43
其他长期负债	121	121	121	121
非流动负债合计	163	163	163	163
负债合计	2408	3101	3864	5368
股本	439	439	439	439
少数股东权益	232	252	275	307
股东权益合计	3242	3502	3900	4587
负债和股东权益合计	5651	6603	7764	9955

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	14.10	20.13	25.93	37.20
EBIT 增长率	30.32	39.10	25.61	50.53
净利润增长率	56.38	3.53	36.65	57.82
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	17.24	16.70	16.68	17.38
净利率	7.60	6.55	7.10	8.17
总资产收益率 ROA	6.34	5.62	6.53	8.04
净资产收益率 ROE	11.90	11.41	13.98	18.69
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.56	1.49	1.47	1.45
速动比率	0.91	1.00	0.90	0.90
现金比率	0.44	0.36	0.38	0.31
资产负债率 (%)	42.62	46.97	49.77	53.92
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	68.47	68.79	70.01	69.09
存货周转天数	108.97	106.20	106.01	107.06
总资产周转率	0.88	0.92	0.99	1.11
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.82	0.84	1.15	1.82
每股净资产	6.86	7.40	8.26	9.75
每股经营现金流	0.77	1.37	1.74	1.43
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.33
<b>估值分析</b>				
PE	24	23	17	11
PB	2.9	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	13.76	10.75	8.48	5.88
股息收益率 (%)	1.51	1.51	1.51	1.66

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	366	391	530	832
折旧和摊销	194	203	220	239
营运资金变动	-275	-71	-36	-477
经营活动现金流	337	603	766	630
资本开支	-227	-222	-258	-276
投资	-100	-241	-83	-91
投资活动现金流	-349	-431	-279	-285
股权募资	74	0	0	0
债务募资	73	19	19	23
筹资活动现金流	-5	-120	-120	-130
现金净流量	-17	52	366	215



## 插图目录

图 1: 公司投资逻辑图.....	3
图 2: 乘用车分车系销量情况.....	4
图 3: 2022 年乘用车分品牌销量结构.....	4
图 4: 合资乘用车分品牌销量情况.....	4
图 5: 30%-60%的新能源渗透率下需要均衡的客户结构.....	5
图 6: 自主乘用车+新势力分品牌销量情况.....	5
图 7: 单一大客户模式的零部件公司归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	6
图 8: 公司客户拓展历程 .....	7
图 9: 零件价值要素发生变化, 高价值和差异化更凸显在智能化领域产品.....	7
图 10: 全国乘用车部分产业版图 .....	8
图 11: 冲压件市场竞争格局.....	8
图 12: 上市企业冲压件业务收入对比 (亿元) .....	9
图 13: 企业冲压件业务毛利率对比 .....	9
图 14: 上市企业冲压件业务净利率对比.....	9
图 15: 江苏恒义产品 .....	11
图 16: 公司 ASP 由 1500 元提升至 4000 元 (元) .....	11
图 17: 2021 年国内电池壳市场江苏恒义市占率约 12% (注: 仅展示部分上市公司电池盒市占率情况) .....	12
图 18: 公司客户拓展情况.....	12
图 19: 公司布局一体化压铸产业链.....	13
图 20: 公司近三年历史 PE-Band 复盘.....	15

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 单一大客户模式的零部件公司客户结构.....	5
表 2: 各整车厂销量规划 .....	6
表 3: 生产基地产能情况 .....	8
表 4: 上市企业冲压件相关业务对比.....	8
表 5: 公司在合资中的市占率情况.....	10
表 6: 传统业务不同市占率和利润率的敏感性测算.....	10
表 7: 电池盒市场主要“玩家” .....	12
表 8: 电池托盘高性能镁合金应用及本地化生产项目 .....	12
表 9: 江苏恒义不同市占率和利润率的敏感性测算.....	13
表 10: 新能源业务不同市占率和利润率的敏感性测算 (按 46%持股比例算) .....	13
表 11: 传统业务不同市占率和利润率的敏感性测算 .....	14
表 12: 新能源业务不同市占率和利润率的敏感性测算 (按 46%持股比例算) .....	14
表 13: 可比公司 PE 数据对比.....	16
表 14: 盈利预测与财务指标.....	16
公司财务报表数据预测汇总.....	18

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026