

深耕冲压模具与结构件，多线布局加速兑现

2023年06月23日

- **精密模具和结构件龙头厂商，布局新能源实现跨越增长。**公司以五金件加工起家，借力新能源汽车迈入快车道。公司以模具为本，不断拓宽下游产品序列，目前产品覆盖新能源汽车零部件制造业、通信设备制造业以及光伏储能结构件三大行业。自2021年后公司业绩增速加快，2018-2022年，公司营业收入从14.77亿元提升至42.89亿元。22年公司归母净利润2.57亿元，同增300.38%，转型增效成效显著。2023Q1公司营业收入11.49亿元，归母净利润0.82亿元，水平远超去年一季度。
- **汽车+储能双轮驱动，结构件市场迎来高增长。**1)紧抓新能源发展机遇，车身结构件需求旺盛。中国新能源汽车产业高速发展态势，渗透率进一步提升，2022年新能源汽车渗透率已超25%。新能源汽车约60%的金属零部件采用冲压件，单车价值量较高，预计23-25年中国新能源车冲压件市场规模为526.71亿元、647.23亿元和795.09亿元，全球新能源车冲压件市场规模为812.69亿元、1049.85亿元和1362.37亿元。2)新能源汽车行业的蓬勃发展推动了动力电池行业的快速增长。动力电池行业未来长期仍将拥有较高增速，电池箱体作为其关键零部件之一也将同步受益，预计中国23-25年动力电池箱体市场规模为401.73亿元、502.16亿元和627.7亿元。3)加码光伏和储能领域，拉动结构件市场需求。全球光伏和新型储能装机量逐年增长，未来光储结构件需求将迎来高增，为公司带来新机会。
- **产能持续扩张，新签订单助力构筑客户壁垒。**公司深耕精密冲压模具和金属结构件研发创新，产能持续扩张。公司自主研发各项模具设计开发技术，具备较强加工和冲压实力，现有产能光伏及储能逆变器结构件为18万台，汽车结构件115000万台，动力电池箱体结构件35万台；全部在建及拟建产能光伏及储能逆变器结构件为35万台，汽车结构件57850万台，动力电池箱体结构件192.5万台。新能源领域新签订单大幅增加，订单陆续落地助力公司业绩增长。截至2023年4月末，基于现有及目前规划产能签订的新能源汽车车身结构件、动力电池箱体、光伏及储能逆变器产品意向性订单金额分别约为45亿元、99亿元、15亿元。
- **投资建议：**我们预计公司2023-2025年实现营收82.77/115.02/140.47亿元，实现归母净利润5.92/9.45/12.59亿元，2023年6月21日股价对应23-25年市盈率分别为15、10、7倍。考虑到公司深耕模具和金属结构件，重点布局新能源赛道，包括新能源汽车结构件、动力电池箱体及光储设备等，未来需求继续释放，成长空间广阔，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1)下游客户销量不及预期。2)市场竞争风险。3)原材料价格波动的风险。4)新增项目建设进度不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,289	8,277	11,502	14,047
增长率 (%)	80.9	93.0	39.0	22.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	257	592	945	1,259
增长率 (%)	300.4	130.6	59.7	33.3
每股收益 (元)	1.44	3.32	5.30	7.06
PE	36	15	10	7
PB	3.4	2.8	2.3	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年6月21日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
51.31元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com


分析师 邵将

执业证书：S0100521100005

电话：021-60876734

邮箱：shaojiang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 郭雨蒙

执业证书：S0100122070027

电话：021-60876734

邮箱：guoyumeng@mszq.com

相关研究

目录

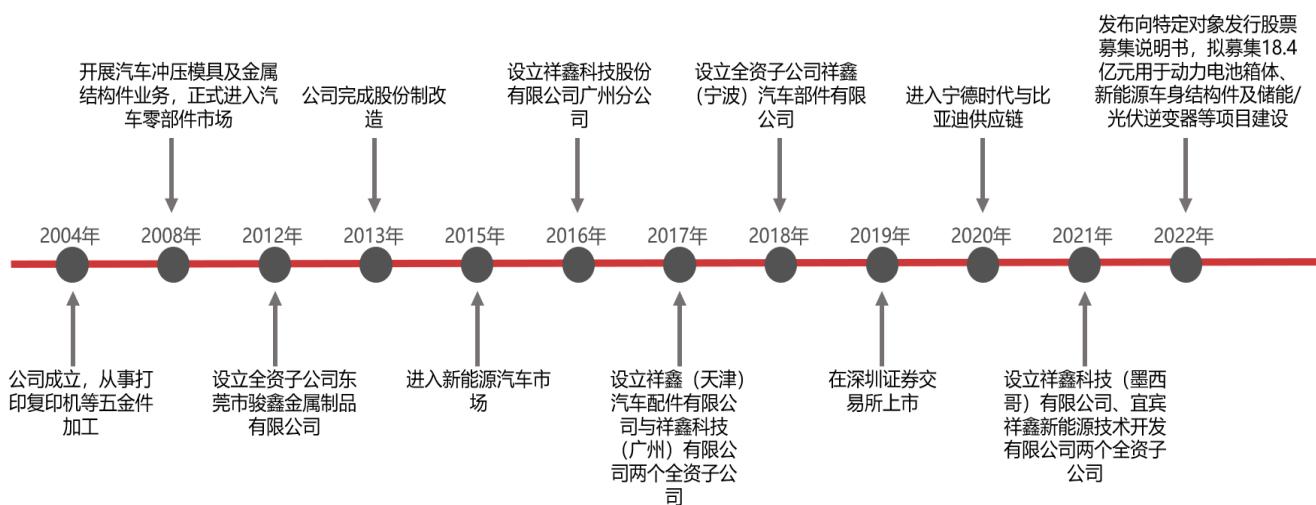
1 精密模具和结构件龙头厂商，布局新能源实现跨越增长.....	3
1.1 模具和结构件专业户，重点发力新能源市场	3
1.2 以模具为本，不断拓宽下游产品序列	5
1.3 财务分析：22 年营收净利双双增长，盈利能力改善	5
2 汽车+储能双轮驱动，结构件市场迎来高增长	8
2.1 新能源汽车赛道高景气，引领产业链高增长	8
2.2 加码光伏和储能领域，拉动结构件市场需求	12
3 产能持续扩张，新签订单助力构筑客户壁垒	16
3.1 技术和品质优势突出，产能扩张步入高峰期	16
3.2 构筑优质客户资源壁垒，头部客户陆续放量	19
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析	26
4.3 投资建议	26
5 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	30

1 精密模具和结构件龙头厂商，布局新能源实现跨越式增长

1.1 模具和结构件专业户，重点发力新能源市场

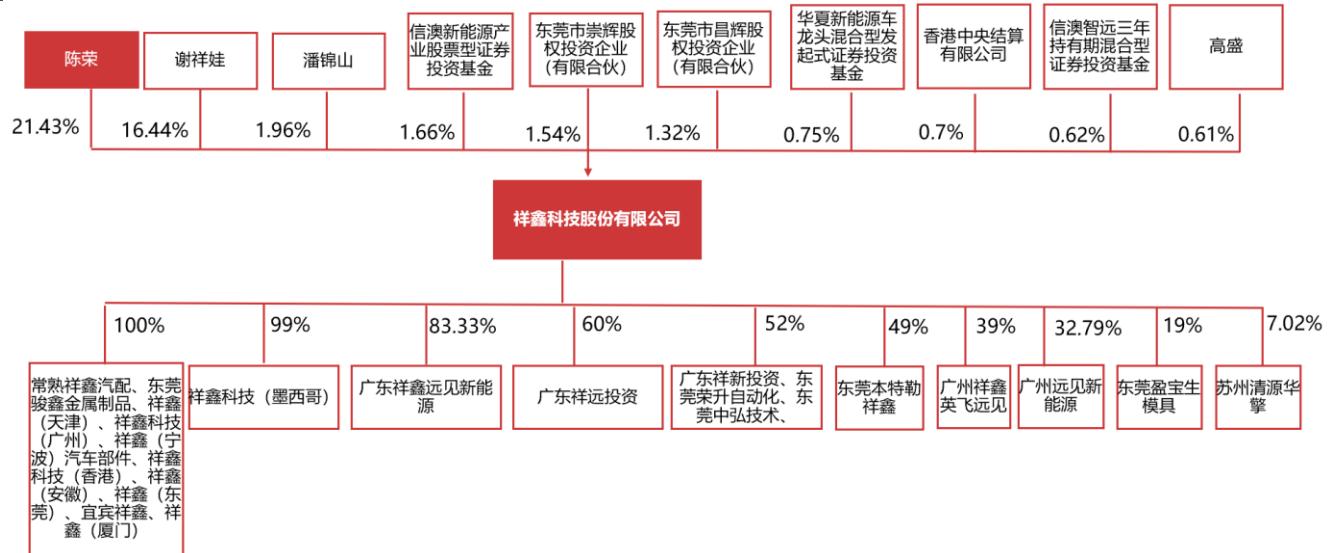
公司五金件加工起家，借力新能源汽车迈入快车道。2004 年，公司成立，从事打印复印机等五金件加工，收获东芝等办公设备知名厂商的认可。2008 年公司发展汽车冲压模具技术，成为知名出口汽车零部件供应厂商。2015 年公司进入新能源汽车市场，其后加入广汽埃安、比亚迪、宁德时代、华为等国内厂商的汽车供应链。2019 年公司在深圳证券交易所上市。2021 年公司设立祥鑫科技（墨西哥）有限公司，开启全球产能布局步伐。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司股权结构相对集中，子公司显示业务分布。公司现实际控制人为陈荣、谢祥娃夫妻。截至 2023 年 3 月 30 日，陈荣、谢祥娃分别直接持有公司股份比例 21.43%、16.44%，并通过崇辉投资与昌辉投资间接持有部分股票。公司拥有多家子公司，分别提供冲压模具、金属结构件、轻量化车身结构件等，覆盖珠三角、长三角、京津冀产业集群。

图2：公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 30 日)


资料来源：wind, 民生证券研究院

股权激励加速公司扩展步伐。2021 年 11 月，公司实施首轮股权激励计划，向副高级管理人员、核心技术人员共 69 人，授予限制性股票合计 320 万股，占草案公告日公司股本总额 1.5 亿股的 2.12%，首次授予 290 万股，授予价格 12.86 元/股。该期股权激励要求 2021-2023 年营收增长率分别不低于 2020 的 15%/35%/65%，或 2021-2022 年及 2021-2023 年累计营收分别不低于 2020 年的 2.5/4.15 倍。

表1：公司股权激励情况

限售期	股权激励要求
第一个解除限售期	以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 15%。
第二个解除限售期	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 35%;或 2021 年-2022 年累计实现营业收入不低于 2020 年营业收入的 2.5 倍。
第三个解除限售期	以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 65%;或 2021 年-2023 年累计实现营业收入不低于 2020 年营业收入的 4.15 倍。

资料来源：东方财富 choice, 民生证券研究院

高管团队简单稳定。公司高管团队共 4 人，谢祥娃为总经理，副总经理谢洪鑫为实际控制人兼总经理谢祥娃的弟弟。自公司创始以来，高管团队陪伴公司不断成长，团队结构较为稳定。

表2：公司高管团队

姓名	现任职务	履历
谢祥娃	总经理	研究生学历；曾任东莞长安上沙金鑫金属制品厂业务主管；曾任东莞金鑫金属制品有限公司总经理；曾任武汉宏升鑫汽车部件有限公司董事；2004 年 05 月与陈荣先生共同创立公司。
陈振海	副总经理、董事会秘书	本科学历；曾任职于东莞长安上沙金鑫金属制品厂、东莞金鑫金属制品有限公司。
谢洪鑫	副总经理	大专学历；曾任职于东莞长安上沙金鑫金属制品厂、东莞金鑫金属制品有限公司；为谢祥娃弟弟。
李燕红	财务负责人	曾任职于东莞长安上沙金鑫金属制品厂、东莞金鑫金属制品有限公司。

资料来源：公司年报，公司招股说明书，民生证券研究院

1.2 以模具为本，不断拓宽下游产品序列

产品矩阵丰富，覆盖三大行业。公司产品主要包含新能源汽车精密冲压模具和金属结构件、燃油汽车精密冲压模具和金属结构件、储能设备精密冲压模具和金属结构件、通信设备及其他精密冲压模具和金属结构件。公司以模具为本，不断拓宽下游产品序列，目前产品覆盖新能源汽车零部件制造业、通信设备制造业以及光伏储能结构件三大行业。

表3：公司产品介绍

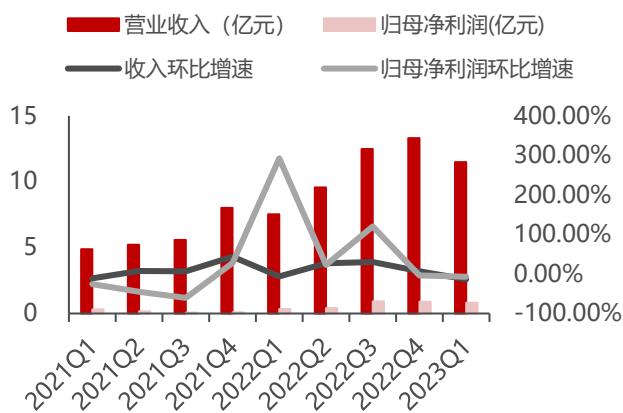
类别	主要产品	典型应用
新能源汽车精密冲压模具和金属结构件	新能源汽车精密冲压模具	新能源汽车金属结构件及组件的生产
	新能源汽车动力电池箱体金属结构件	新能源汽车动力电池箱体
	新能源汽车其他金属结构件	新能源汽车冷却系统、座椅系统、天窗、防撞梁等及其他车身组件
燃油汽车精密冲压模具和金属结构件	燃油汽车精密冲压模具	燃油汽车金属结构件及组件的生产
	燃油汽车金属结构件	燃油汽车冷却系统、座椅系统、天窗、防撞梁等及其他车身组件
储能设备精密冲压模具和金属结构件	储能设备精密冲压模具	储能机柜整体结构件的生产
	储能设备金属结构件	储能机柜整体结构件
通信设备及其他精密冲压模具和金属结构件	通信设备、办公及电子等设备精密冲压模具	各类通信设备整体结构件、办公及电子设备如打印机、复印机、投影仪等结构件的生产
	通信设备、办公及电子等设备数控钣金件与金属结构件	各类通信设备整体结构件、办公及电子设备如打印机、复印机、投影仪等数控钣金件与金属结构件

资料来源：公司年报，民生证券研究院

1.3 财务分析：22 年营收净利双双增长，盈利能力改善

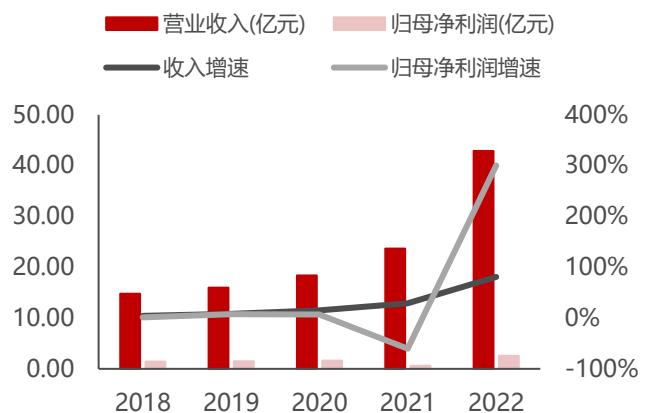
营业收入和归母净利润高速增长。公司业绩自 2021 年后明显增速，2018-2022 年，公司营业收入从 14.78 亿元提升至 42.89 亿元，四年复合增长率 31%。22 年公司归母净利润 2.57 亿元，同比增长 300.38%，转型增效成效显著。2023Q1 营业收入 11.49 亿元，归母净利润 0.82 亿元，水平远超去年一季度。

图3：2021Q1-2023Q1 单季度收入与净利润（亿元）



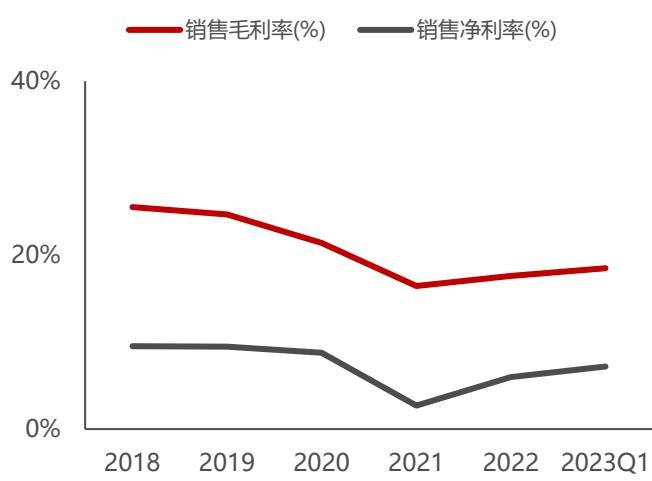
资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

图4：2018-2022 年度收入与净利润（亿元）

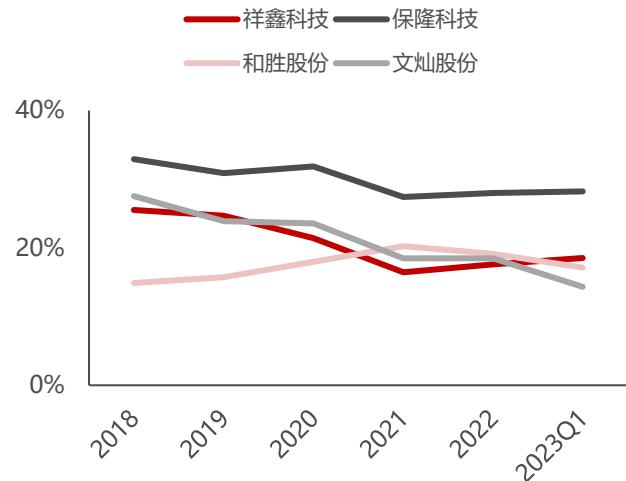


资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

毛利率逐步回升，盈利能力转好。2021 年盈利水平较低主要由于当期原材料采购价格上涨，公司主要原材料钢材、铝材平均采购单价较上年分别上涨 33.09% 和 29.12%，由于受合同签订周期等因素影响，原材料价格向下游客户的传导通常情况下存在一定的滞后性，因此原材料价格大幅上升时毛利率会有所下降。2022 和 2023 年 Q1，公司积极转型，加速新能源赛道布局，提高产能利用率，毛利率自 16.45% 提升至 18.51%，净利率自 2.70% 提升至 7.18%，盈利水平逐渐回升。

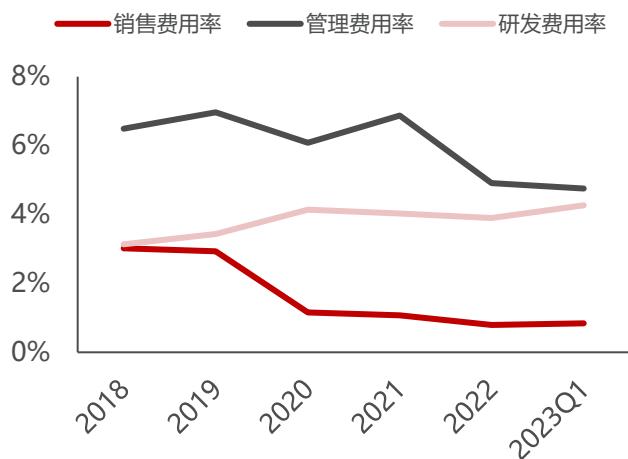
图5：2018-2023Q1 销售毛利率与净利率


资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

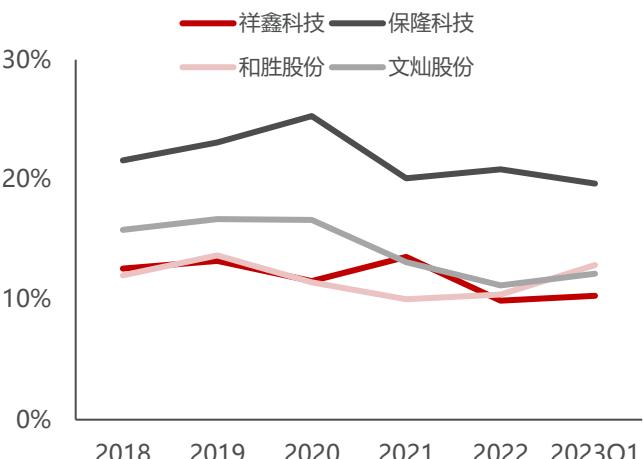
图6：2018-2023Q1 同行业毛利率对比


资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

费用进一步优化，加大研发投入，费用管理水平领先于行业。公司销售费用率处于较低水平，2020 年后保持在 1% 左右水平。同时，公司不断提高研发投入，20/21/22 年研发费用率为 4.14%/4.03%/3.89%。2022 年公司合计费用率 9.92%，其中销售/管理/研发/财务占比 0.79%/4.91%/3.89%/0.32%，费用水平较低。相较同行业公司的费用水平，管理优势明显。

图7：2018-2023Q1 销售、管理、研发费用率


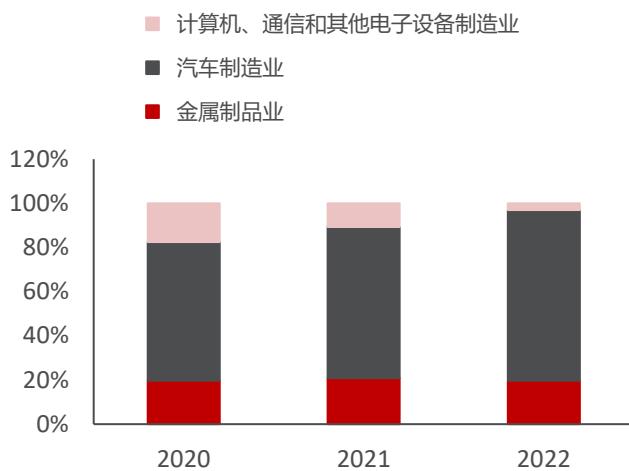
资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

图8：2018-2023Q1 同行业费用率对比


资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

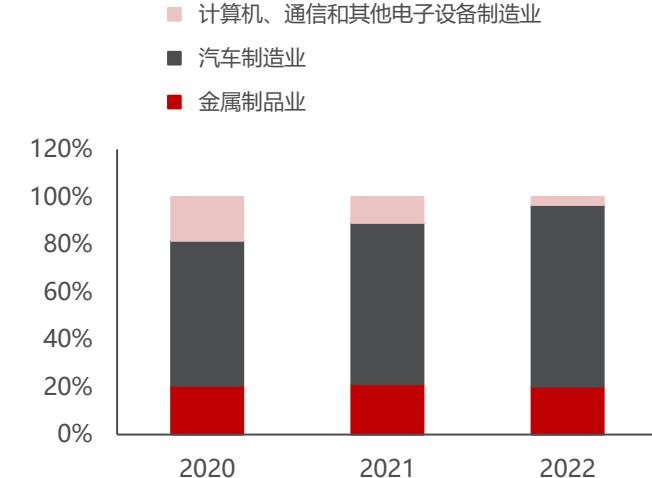
汽车制造业收入占主导。公司汽车类营收占比逐年提升，计算机通信收入占比逐年下降。20/21/22 年汽车行业营收占比 62.71%/68.53%/77.20%，成本占比 60.93%/67.85%/76.47%。20/21/22 年计算机通信营收占比 17.56%/10.65%/3.06%，成本占比 18.52%/10.99%/3.40%。

图9：2020-2022 营收分布情况（分行业）



资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

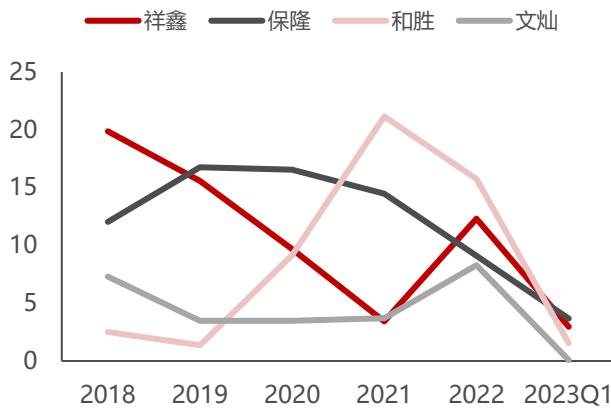
图10：2020-2022 成本分布情况（分行业）



资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

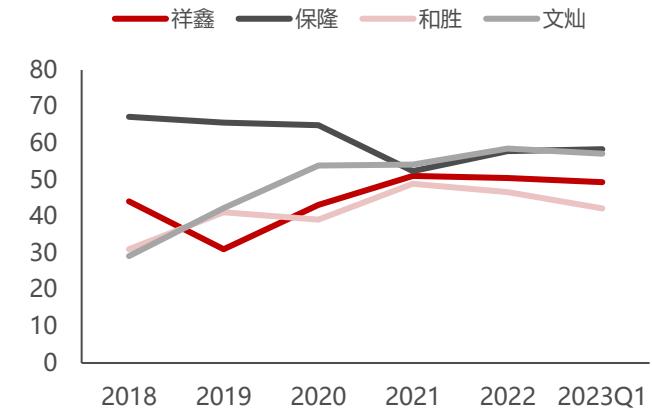
2022 年公司 ROE 水平回升，偿债能力良好。公司 2018-2021 年 ROE 不断下跌至谷底，2022 年回升至 12.3%，2023Q1 的 ROE 为 2.96%，回归至行业平均水平。2021-2023Q1 资产负债率分别为 51.08%/50.51%/49.34%，公司近两年资产负债率较为稳定，财务风险处于相对可控的范围之内，能够兼顾发展速度与稳定。

图11：2018-2023Q1 同行业 ROE 对比（%）



资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

图12：2018-2023Q1 同行业资产负债率对比（%）



资料来源：东方财富 choice，民生证券研究院

2 汽车+储能双轮驱动，结构件市场迎来高增长

2.1 新能源汽车赛道高景气，引领产业链高增长

2.1.1 紧抓新能源发展机遇，车身结构件需求旺盛

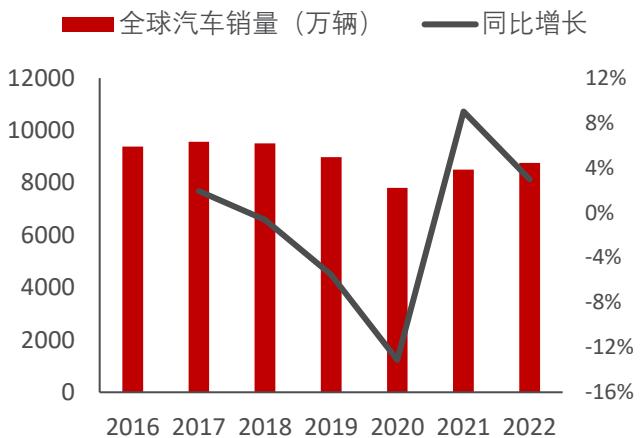
政策支持汽车冲压件发展，加快推进新能源上游行业健康发展。2023年2月工信部、交通运输部联合发文提到要深入推进换电模式应用和燃料电池汽车示范，加快新体系电池、车规级芯片、车用操作系统等技术攻关和产业化。提升整车规模和竞争力、全产业链条供给能力和特色优势零部件产业竞争力。2022年9月财政部发布的《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》中，明确指出对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间内的新能源汽车免征车辆购置税，额外一年的购置税的税免，拉动新能源汽车冲压件的销量的增长动力。2020年10月国务院办公厅发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》中，明确四点基本原则，包括市场主导、创新驱动、协调推进和开放发展，提出实施新能源汽车基础技术提升工程，促使汽车冲压件从消费端上单车价值量，渗透率的提升。

表4：汽车冲压件相关政策

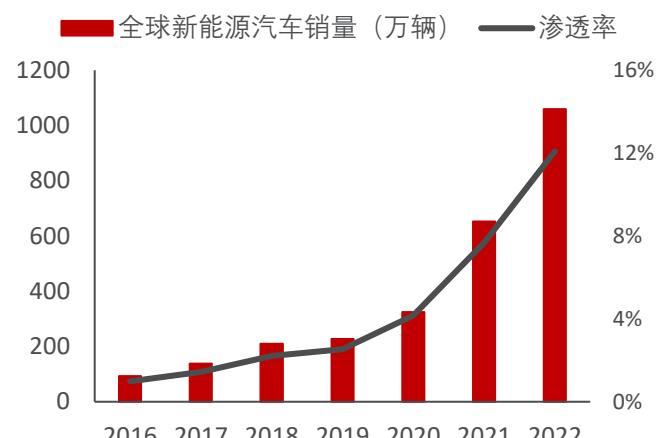
文件名称	发布时间	发布部门	行业相关主要内容
《政策持续加力，为新能源汽车发展护航》	2023年2月	工信部、交通运输部	工信部提到要深入推进换电模式应用和燃料电池汽车示范，加快新体系电池、车规级芯片、车用操作系统等技术攻关和产业化。 提升整车规模和竞争力、全产业链条供给能力和特色优势零部件产业竞争力。
《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》	2022年9月	财政部	对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间内的新能源汽车免征车辆购置税。额外一年的购置税的税免， 拉动新能源汽车冲压件的销量的增长动力。
《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》	2020年10月	国务院办公厅	规划提出实施新能源汽车基础技术提升工程， 促使汽车冲压件从消费端上单车价值量，渗透率的提升。
《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》	2020年9月	工信部	工信部提到 对于车身、底盘等总成部件，如果企业集团在冲压、焊装等方面有统一生产布局，则可简化新能源汽车生产企业准入的相关能力要求。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网，民生证券研究院

全球新能源汽车产业高速发展，渗透率进一步提升。2022年全球汽车总销量为8762万辆，同比增加3%，随着全球新能源化转型进程加快，全球新能源汽车销量大幅提升。2016-2022年全球新能源汽车年销量由92.6万辆增长至1059万辆，2022年同比增长62.17%。全球新能源汽车渗透率也逐年攀升，由2016年的0.99%增长至2022年的12.09%。

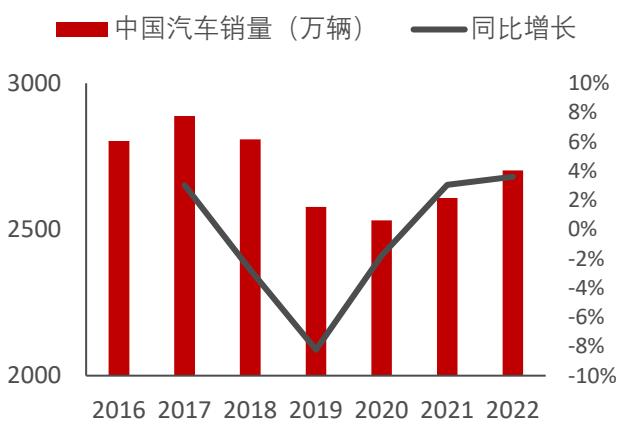
图13：全球汽车销量 (万辆)


资料来源：中汽协，民生证券研究院

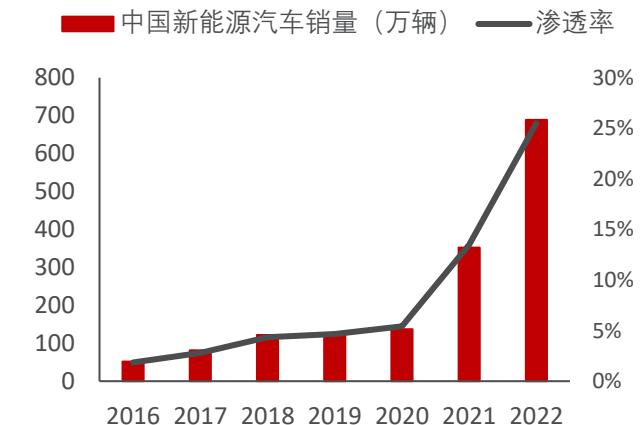
图14：全球新能源汽车销量 (万辆)


资料来源：中汽协，民生证券研究院

中国新能源汽车销量高速增长。2022 年中国汽车销量为 2702 万辆，同比增长 3.60%。2016 年中国新能源汽车销量 52 万辆，2022 年销量为 689 万辆，2022 年中国新能源汽车销量占全球份额达 65%，销量连续八年保持全球第一。

图15：中国汽车总销量 (万辆)


资料来源：中汽协，民生证券研究院

图16：中国新能源汽车销量 (万辆)


资料来源：中汽协，民生证券研究院

新能源汽车冲压件单车价值量可达 0.5-0.8 万元。根据华经产业研究院发布的《2023-2028 年中国汽车冲压件行业市场深度评估及投资战略规划报告》测算，威唐工业 2020 年冲压件单价为 9.8 元/件，而汽车平均每辆车包含 1000-1500 余个冲压件，测算得出冲压件单车配套价值量为 0.98-1.47 万元，考虑各企业生产的冲压件差距，所以假设单车所需冲压件价值约 1 万元左右。根据祥鑫科技招股说明书，新能源汽车约 60%金属零部件采用冲压件，据此假设冲压件单车价值量约为 0.6 万元。经测算，23-25 年中国新能源车冲压件市场规模为 526.71 亿元、647.23 亿元和 795.09 亿元，全球新能源车冲压件市场规模为 812.69 亿元、1049.85 亿元和 1362.37 亿元。

表5：新能源车身结构件市场空间测算

需求	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
中国新能源汽车销量 (万辆)	137	352	689	893	1116	1395	1730	2127
中国新能源汽车销量增速	14%	157%	96%	30%	25%	25%	24%	23%
中国汽车总销量 (万辆)	2531	2608	2702	2799	2900	3005	3264	3546
中国新能源车渗透率	5%	13%	25%	32%	38%	46%	53%	60%
全球新能源车销量 (万辆)	325	653	1059	1377	1810	2390	3107	4039
全球新能源车销量增速	43%	101%	62%	30%	31%	32%	30%	30%
全球汽车总销量 (万辆)	7803	8507	8762	9025	9296	9574	9710	10098
全球新能源车渗透率	4%	8%	12%	15%	19%	25%	32%	40%
新能源车冲压件单车价值 (万元)	0.60	0.60	0.60	0.59	0.58	0.57	0.56	0.55
中国新能源车冲压件市场空间 (亿元)	82.20	211.20	413.22	526.71	647.23	795.09	968.61	1170.12
全球新能源车冲压件市场空间 (亿元)	195.00	391.80	635.13	812.69	1049.85	1362.37	1740.01	2221.61
汽车冲压件单车价值 (万元)	1.00	1.00	1.00	0.99	0.98	0.97	0.96	0.95
中国汽车冲压件市场空间 (亿元)	2531	2608	2702	2771	2842	2914	3133	3369
全球汽车冲压件市场空间 (亿元)	7803	8507	8762	8935	9110	9287	9321	9593

资料来源：中汽协，华经产业研究院，民生证券研究院测算

2.1.2 受益动力电池装机量提升，电池箱体业务稳定增长

动力电池箱体作为电池模块的骨架，是保证电池模块稳定工作和安全防护的重要组成部分。动力电池是新能源汽车的能量源，动力电池产品包括箱体上盖、托盘、端板、液冷板、底护板等金属结构，电池箱体是电池的承载体，起到保护、支撑、抗机械冲击及防水防尘的作用。从总体上来看，动力电池箱体在整车整备质量中占比为 18% ~ 30%。以特斯拉 Model3 为例，电池 Pack 各主要部件中，电芯本体质量最大，占比 62.8%，其次为 Pack 下箱体，占比 6.2%，模组壳体及支架占比 12.3%，BMS 等部件集成系统占 11.1%。

图17：动力电池箱体


资料来源：复材应用技术，民生证券研究院

图18：动力电池箱体组成部分


资料来源：公司官网，民生证券研究院

动力电池箱体行业作为新能源汽车衍生带来的一个全新赛道，目前尚处于发展的早期阶段。动力电池箱体行业前期投入高，作为安全组件对电池箱 OEM 认证壁垒高，且对材料、型材的焊接工艺及表面清洁度的认证壁垒高，使得进入动力电池箱体行业具有技术、资金壁垒，目前国内动力电池箱体领域主要的上市公

司为凌云股份、和胜股份、敏实集团、华达科技、祥鑫科技等。

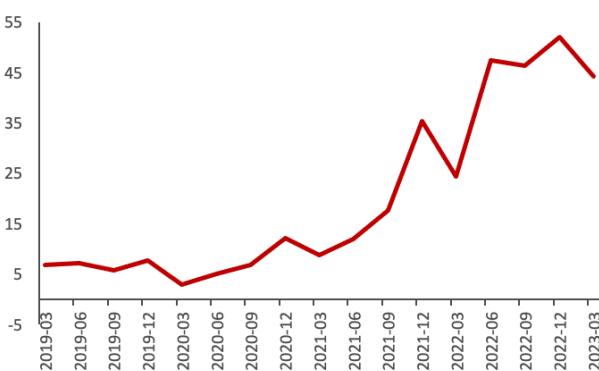
表6：国内动力电池箱体领域主要的上市公司

企业	背景	产品	2022 年产能 (万套)	2021 年电池盒销量 (万套)	客户
凌云股份	全资收购德国 WAG 切入动力电池箱体业务	电池壳	30-40	11.2	保时捷、宝马、大众、奔驰、宁德时代等
和胜股份	民营企业	电池托盘	100.00	30.28	宁德时代、广汽新能源、比亚迪等
敏实集团	民营企业	电池盒	30-40	10-15	本田、宝马、大众、戴姆勒、雷诺、捷豹路虎、沃尔沃、福特等
华达科技	2018 年通过收购江苏恒义进入电池托盘业务	电池托盘	60-100	25-30	上汽、宁德时代、长城、小鹏、吉利、宇通、蔚来、理想等
祥鑫科技	民营企业	动力电池 箱体上盖、托盘、端板、液冷板、底护板等金属结构。	60	5-8	宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、孚能科技、威睿等

资料来源：招股说明书，证券日报，盖世汽车，民生证券研究院

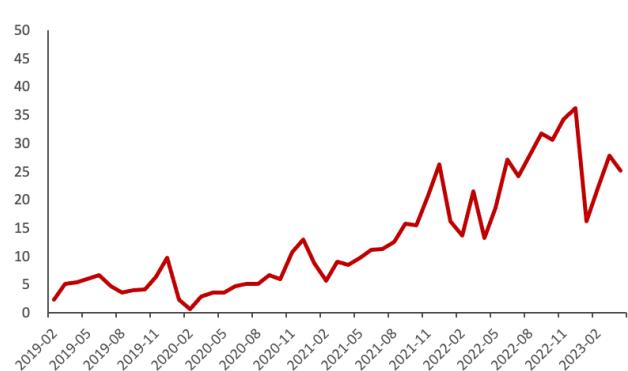
新能源汽车行业的蓬勃发展推动了动力电池行业的快速增长。根据数据统计，我国动力电池销量由 2019 年 Q1 的 6.79GWh 增长到 2023 年 Q1 的 44.33GWh，年均复合增长率达 86%。我国动力电池装机量由 2019 年的 51.56 GWh 增长到 2022 年的 294.65GWh，年均复合增长率达 79%。在技术进步及新能源汽车市占率提升等因素的推动下，预计动力电池行业未来长期仍将拥有较高增速，动力电池箱体作为其关键零部件之一也将同步受益，获得较为可观的市场空间提升。

图19：中国动力电池销量 (GWh)



资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院

图20：中国动力电池装车量 (GWh)



资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院

动力电池箱体单车价值量高，新能源汽车市场的快速发展带动动力电池箱体市场规模持续扩大。在政策和市场的双重作用下，2022 年新能源汽车销量大幅增长，产量与销量分别完成 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比分别增长 96.9% 和 93.4%。未来全球新能源汽车渗透率将进一步提高，也将带动产业链实现高速增长。其中动力电池箱体与车配套比例是 1:1，新能源汽车销量的增加直接拉动动力电池箱体结构件的配套量。假设动力电池箱体单车配套价值量为 4500 元，中

国 23-25 年动力电池箱体市场规模为 401.73 亿元、502.16 亿元和 627.7 亿元。

表 2：动力电池箱体市场空间测算

年份	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
中国新能源汽车销量 (万辆)	137	352	689	893	1116	1395	1730	2127
YOY	14%	157%	96%	30%	25%	25%	24%	23%
全球新能源汽车销量 (万辆)	325	653	1059	1377	1810	2390	3107	4039
YOY	43%	101%	62%	30%	31%	32%	30%	30%
动力电池箱体单车价值 (万元/辆)	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
中国动力电池箱体市场规模 (亿元)	61.65	158.4	309.92	401.73	502.16	627.7	778.35	957.37
全球动力电池箱体市场规模 (亿元)	146.25	293.85	476.35	619.85	814.54	1075.55	1398.22	1817.68

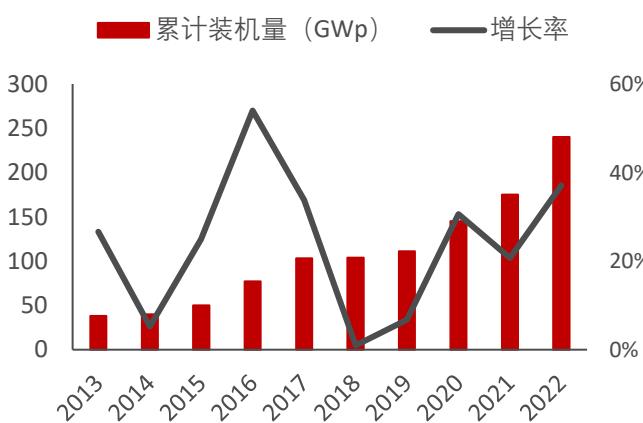
资料来源：中汽协，民生证券研究院测算

2.2 加码光伏和储能领域，拉动结构件市场需求

2.2.1 光储一体化注入新动力，助力储能结构件高增长

全球光伏行业迅猛发展，装机量持续提升。全球光伏产业规模在不断扩大，2013 年全球光伏行业累计装机量共 38GWp，至 2022 年已经增长至 240GWp，总量较 2021 年增长 37.14%。增量方面，2022 年全球光伏装机年新增量达到 228.5GW，相较 2021 年的 228.5GW 增长 53.44%，增长迅速。TrendForce 预计 2023 年新增光伏装机量达 350.6GW，同比增长 53.4%，**2023 年有望成为另一个光伏“繁荣年”。**

图21：2013-2022 年全球光伏总装机量



资料来源：IEA-PVPS，民生证券研究院

图22：2016-2023E 年全球新增光伏装机量

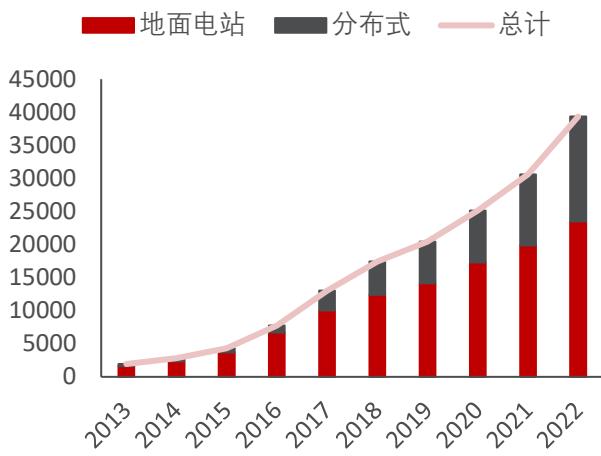


资料来源：集邦咨询，民生证券研究院

中国光伏行业表现亮眼，2022 年新增装机容量增幅较大。2022 年光伏累计装机量 393.39GW，同比增长 28.56%，其中光伏地面电站累计装机量 234.78GW，较去年增加 36.3GW，光伏分布式累计装机量共 158.61GW，较去年增加 51.1GW。从历年光伏新增装机量来看，2022 年中国新增光伏装机量为 87.40GW，约为 2021 新增量的 1.5 倍，成为历年新增装机规模最大的一年。国家统计局数据显示 2023 年 1-4 月，中国光伏发电新增装机量为 48.31GW，同比增长 186.20%，CPIA 曾预测 2023 年中国光伏新增装机量 95GW -120GW，若

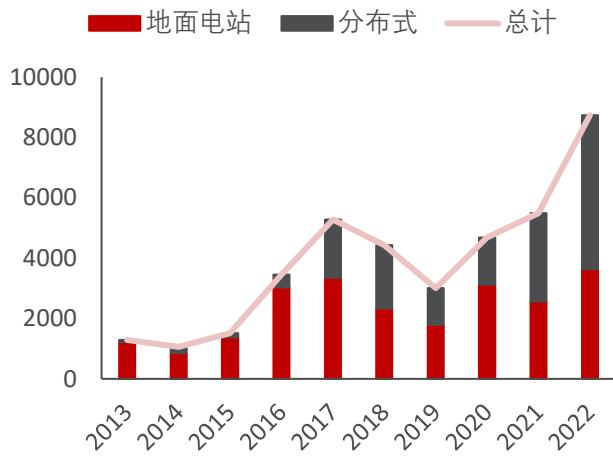
按照 1-4 月装机量推算, 2023 年全年装机规模有望超预期。

图23: 2013-2022 年中国光伏累计装机容量 (MW)



资料来源：光伏资讯，民生证券研究院

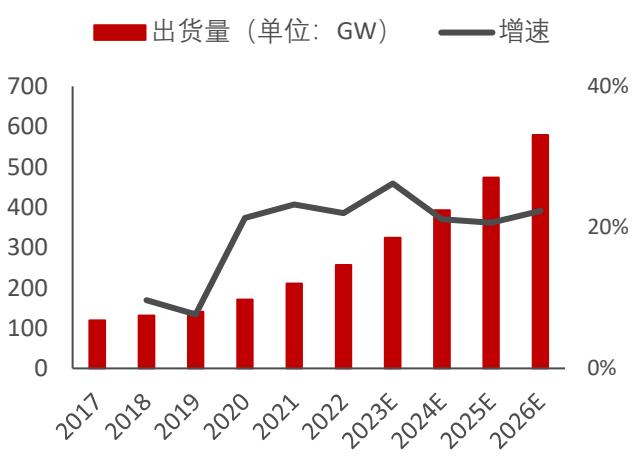
图24: 2013-2022 年中国历年光伏新增装机容量 (MW)



资料来源：光伏资讯，民生证券研究院

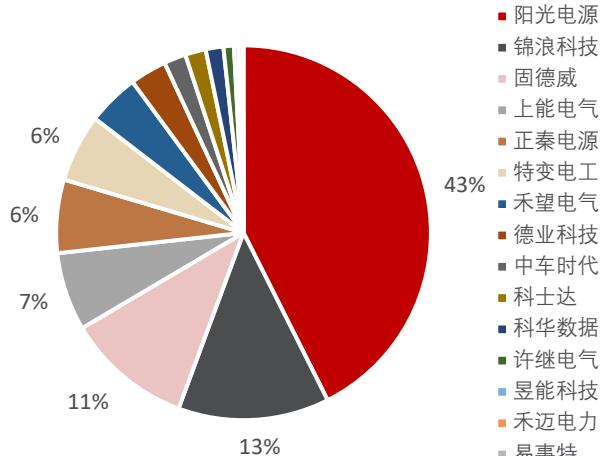
光伏逆变器市场随光伏行业不断扩张，需求持续强劲。光伏逆变器是光伏发电的最重要的核心部件之一。2022 年全球光伏逆变器市场为 256.7GW，同比增长 22.01%。据 Frost&Sullivan 预计，到 2026 年，全球光伏逆变器市场将达到 579.3GW。从企业竞争格局来看，2021 年中国光伏逆变器 TOP15 上市企业共出货 110.36GW，占全球光伏逆变器市场 52%。其中，阳光电源、锦浪科技、固德威占据前三，全球出货量分别为 47 GW /14.4 GW /12GW。

图25: 2017-2026E 年全球光伏逆变器市场规模及预测 (出货量)



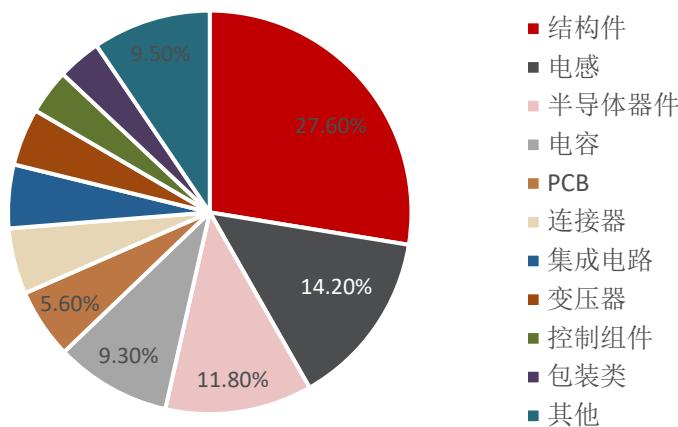
资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

图26: 2021 年中国光伏逆变器市场竞争格局 (按出货量)



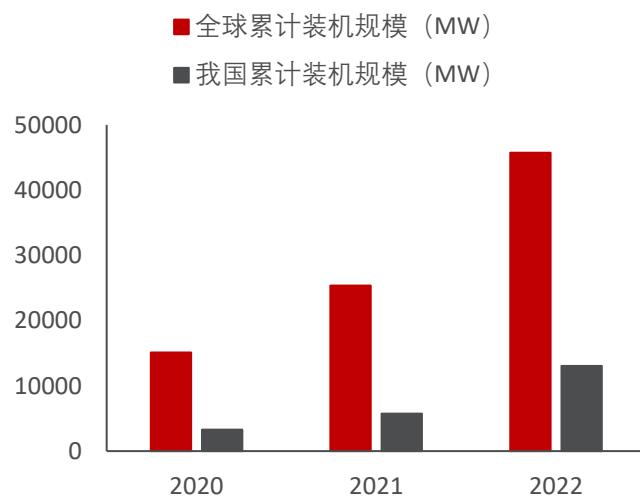
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

结构件为光伏逆变器中成本最高的部件。光伏逆变器由电子元器件（电感、半导体器件、电容、PCB 线路板、连接器、集成电路、变压器）、结构件和其他部分构成，其中结构件占比 27.60%，是光伏逆变器中成本最高的部分。在光伏逆变器市场不断扩张的背景下，结构件也将拥有新的增量市场。

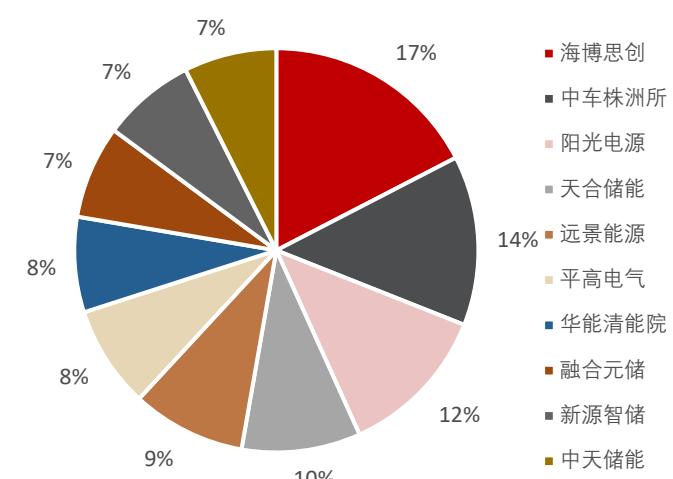
图27：光伏逆变器成本构成


资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

“光储一体化”助力新型储能系统装机量增长，供应商格局平分秋色。“光储一体化”背景下，2022年全球新型储能系统装机量为45.75GW，同比增长80.4%；2022年我国新型储能系统装机量为13.08GW，同比增长128.2%，高速增长。供应商方面，海博思创、中车株洲所、阳光电源占据2022年我国系统供应商的前三甲，分别出货3.97GW/3.1GW/2.79GW，总体呈现平分秋色的态势。预计2025年，全球及我国新型储能年度新增装机或分别超过40GW、10GW，有望达到75GW、21GW。

图28：2020-2022 全球及我国新型储能系统装机量


资料来源：《储能产业研究白皮书2023》，民生证券研究院

图29：2022年我国新型储能系统供应商竞争格局


资料来源：《储能产业研究白皮书2023》，民生证券研究院

全球光伏逆变器市场规模逐年增长，根据国际能源署(IEA)预测，按照保守估计23-25年全球光伏逆变器新增装机量增长率为12%、11%、11%，得出23-25年分别为255.58GWh、283.70GWh和314.91GWh，按照单价0.5元/W，可以预测23-25年光伏逆变器市场规模预计127.79亿元、141.85亿元及157.45亿元。

表7：光伏结构件市场空间结构测算

年份	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球光伏逆变器新增装机量 (GW)	120.00	167.80	228.20	255.58	283.70	314.91
YOY	38.60%	39.83%	36.00%	12.00%	11.00%	11.00%
单价 (元/W)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
市场规模 (亿元)	60.00	83.90	114.10	127.79	141.85	157.45

资料来源：光伏智库，IEA，民生证券研究院测算

3 产能持续扩张，新签订单助力构筑客户壁垒

3.1 技术和品质优势突出，产能扩张步入高峰期

3.1.1 致力于研发创新，提升产品竞争力

公司深耕精密冲压模具和金属结构件研发创新，提升综合实力。公司自主研发了模块化模具设计数据库系统开发、汽车覆盖件冲压模具先进设计制造技术研究与开发、汽车覆盖件冲压成型模具制造技术等一体化技术及应用开发、智能化大型复杂模具设计、制造成套技术与装备的开发和应用研究等前沿技术研究项目。熟练掌握了高性能数控铣削加工技术、翻孔内攻牙技术、整体冲压成型技术、多工步级进冲压技术等技术，可广泛应用于汽车、储能、光伏、通信、办公设备等领域。

表8：公司自主研发技术

序号	应用范围	核心技术名称	技术特性	技术阶段
1	汽车金属部件	特殊翻孔工艺、大型汽车覆盖件机械手铸铁模研发、车门内覆盖件模具研发、厚板精冲工艺在级进模中的运用	通过减少铆钉和铆接、增加拉力、进步为机械手全自动生产、在出料结构上有很大创新，并申请了专利，应用多次翻切来达到精冲断面的要求。	大批量生产
2	所有金属冲压产品	拉杆式快换模具结构设计的研发、攻牙机自动送料平台、一种模具内自动送钉铆接装置	提升冲头效率,切换产品缩短至 5-6 分钟，能自动将零件送至攻牙区，在模具内完成铆接动作，减少人工，减少生产工序，降低成本	大批量生产
3	汽车散热系统产品	大型高精度长寿命汽车散热系统级进模具研发、特殊性材料研发、汽车新型散热器涡轮增压冷却器散热片模具的研发	控制精度，减少误差<0.02 毫米，模具生产稳定无变形，提高模具寿命。采用多次成型工艺对复杂产品进行工艺改进，保证折弯精度。	大批量生产

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

拥有行业领先技术，构筑产品核心竞争力。针对汽车制造中冲压零部件模型，公司将模具制造分为五个团队。各团队工通过明确产品配套分工，确保客户在多个方面的需求能够及时满足。特别是在新能源汽车和动力电池领域，公司拥有行业领先的超高强度钢板和铝镁合金模具成型技术、自冲铆接（SPR）技术、热融自攻丝技术（FDS）技术、拼焊板技术、CAE 模拟仿真技术等，能够为不同的客户提供多样化的汽车轻量化和电池箱体解决方案。

表9：祥鑫科技专业化优势

技术	技术简介	优点	汽车应用
冷却系统-铝合金模具团队	主要开发散热器中的主板、侧板、盖板以及各种接口。	主板插槽精度能达到 $\pm 0.03\text{mm}$ ，50~70个插槽孔的位置精度可达直径 0.1mm 以内	冷却系统主板、侧板、盖板以及各种接口。
汽车座椅系统模具团队	制作汽车座椅上全部的冲压部件	制作的各类座椅侧板其生产效率（可提高 1.3—1.5 倍）和寿命均高于国内平均水平，最大寿命可达 500 万冲次	汽车座椅部件
汽车底盘件模具制作团队	对汽车底盘件的功能及模具成型工艺调试	对焊接区切断可以达到 $\pm 0.2\text{mm}$ 公差，对转轴孔的同心度可保证在 $\pm 0.1\text{mm}$ 以内。	汽车底盘模具

大型铸铁模制作团队	主要对大型铸铁模的成型、调试技术进行研发	模具尺寸可达到 7 米 * 2.2 米	油底壳、全景天窗、车门等零件的冲压成型和回弹处理
小型结构件、功能件模具制作团队	小型结构件级进模、支架件精密厚度功能件模具	其流程化的模具开发和生产体系能快速完成模具的制造和交付。	小型结构件级进模、支架件精密厚度功能件模具
汽车白车身试制研发团队	其研发的高强钢件、铝合金件试制开发工艺	生产周期比传统工艺缩短 1 / 3 左右，质量稳定性提高；结合车身轻量化趋势，开发了一整套的试制工艺	车身钣金件开发、柔性工装开发、分总成焊接、整车拼装交钥匙工程

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

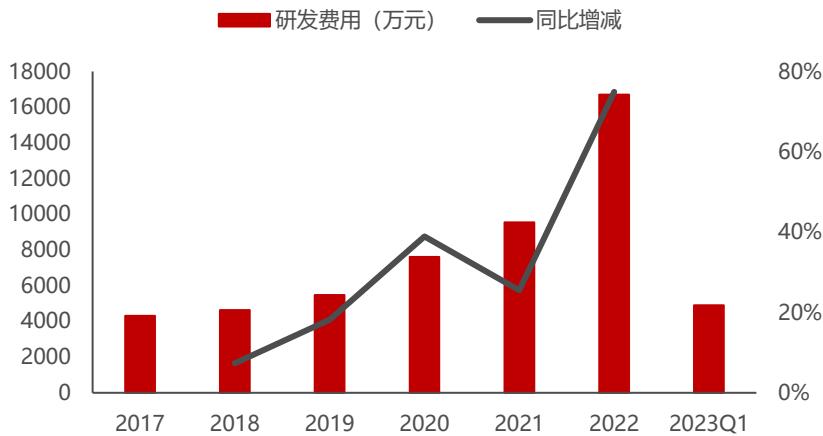
动力电池箱壳体工艺以铝挤压和冲压为主。公司掌握的 CTP 动力电池箱体连接技术，已成为行业主流。目前车企普遍使用铝挤压型材、采用搅拌摩擦焊工艺成型下箱体底板，与 4 块侧板焊接成型为下箱体总成。对比钢制电池箱体能减重 30% 以上，对比铝压铸电池箱体而言能成型尺寸更大的电池箱体，适应较大的车型。铝型材成本较低，能提供较大的强度及刚性。

图30：某车型铝型材电池箱下体



资料来源：OFweek，民生证券研究院

加大工艺和技术的研发力度，保证公司核心竞争力。公司研发费用，从 2017 年度的 4316.01 万元提高到 2022 年度的 16707.06 万元，复合增长率 (CAGR) 为 31.09%，2019-2022 年间研发人员数量从 158 增加至 307 人。同时祥鑫科技和华南理工大学共建“新能源汽车动力电池系统联合研究中心”，有利于公司抓住新能源动力电池产业的发展机遇，提高创新能力，提升产品附加值。目标成为客户的核心供应商，提供集成化、平台化的产品。

图31：2017年-2023Q1年公司研发费用


资料来源：公司年报，民生证券研究院

3.1.2 募投项目顺利推进，产能持续扩张

全力推进募投项目，为产能扩张提供资金动力。公司于5月9日拟募集资金约17.68亿元用于“东莞储能、光伏逆变器及动力电池箱体生产基地建设项目”、“广州新能源车身结构件及动力电池箱体产线建设项目”、“常熟动力电池箱体生产基地建设项目”和“宜宾动力电池箱体生产基地扩建项目”。

祥鑫科技在东莞、广州、常熟、天津、宁波、宜宾、墨西哥蒙特雷等地区拥有生产基地。其中现有产能光伏及储能逆变器结构件为18万台，汽车结构件115000万件，动力电池箱体结构件35万套；全部在建及拟建产能光伏及储能逆变器结构件为35万台，汽车结构件57850万件，动力电池箱体结构件192.5万套。

表10：公司在建及拟建产能情况

配套地区	生产基地	项目名称	规划产能（每年）	达产时间	客户
华南地区	广州祥鑫	广州新能源车身结构件及动力电池箱体产线建设项目	动力电池箱体：22.50万套 新能源汽车车身结构件：20万套	2026年	广汽集团、比亚迪、小鹏汽车、东风日产、宁德时代、华为和中兴等客户
		祥鑫科技（广州）有限公司	电池冷却板：50万套	2026年	
		新能源汽车大型零部件及动力电池箱体增资扩产项目	动力电池箱体：17.5万套 新能源汽车车身结构件：27.5万套	2026年	
	东莞祥鑫	新能源汽车研发中心及制造基地	新能源汽车零部件：20万套	2024年	
		东莞储能、光伏逆变器及动力电池箱体生产基地	动力电池箱体：54万套 商用逆变器：15万台 家用逆变器：20万台	2027年	
		祥鑫科技大型高品质精密汽车模具及零部件技改项目	汽车模具：200套 冲压件：5000万件	2023年	
	常熟祥鑫	汽车部件常熟生产基地	汽车金属零部件：15000万件	2023年	蔚来汽车、吉利汽车、奇瑞捷豹路虎、威睿电池、延锋等客户进行配套。
		动力电池箱体生产基地	动力电池箱体：34万套	2027年	
华东地区	宁波杭州湾生产基地	精密金属结构件生产基地	汽车冲压件：5,600万件 数控钣金件：2047.76万件	2023年	

西南地区	四川宜宾	新能源汽车动力电池金属结构件 研发中心及制造基地项目	新能源汽车动力电池 PACK 箱体： 5 万套	2025 年	宁德时代
		动力电池箱体生产基地	动力电池箱体：59.50 万套	2026 年	
北美地区	墨西哥蒙特雷	汽车零部件	\	\	特斯拉、奔驰、宝马、佛 吉亚、博泽
华北地区	天津市武清区	汽车零部件	\	\	一汽大众、一汽丰田、佛 吉亚

资料来源：关于祥鑫科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复（2023.5），民生证券研究院

3.2 构筑优质客户资源壁垒，头部客户陆续放量

3.2.1 持续稳定获得客户订单，强化客户壁垒

公司积极布局新能源领域，订单持续稳定。公司抓住新能源汽车、动力电池、储能和光伏等行业快速发展的市场机遇，已经与广汽集团、比亚迪、宁德时代、亿纬锂能、华为、ENPHASE 等全球众多知名客户建立了合作，已取得客户供应商认证，多款产品已实现量产供货。

表11：公司在手订单及意向性订单对应客户情况

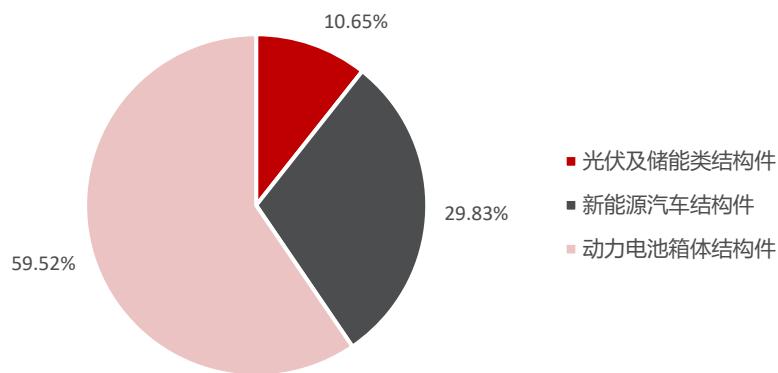
产品类型	品牌简称	交易对象	简介	供应商认证情况	合作时间
新能源汽车车身结构件	广汽埃安	广汽埃安新能源汽车股份有限公司	广汽集团控股子公司,2022 年广汽埃安实现销量 27.12 万辆,同比增长 125.67%	已取得供应商认证,多款产品实现量产供货	2017 年
	广汽乘用车	广汽乘用车有限公司	广汽集团全资子公司,2022 年广汽乘用车实现销量 36.26 万辆,同比增长 11.83%	同上	2011 年
	比亚迪	比亚迪全资子公司	比亚迪 2022 年新能源汽车销量超过 180 万辆	同上	2009 年
	合创汽车	合创汽车科技有限公司	广汽集团参股新能源汽车品牌,曾用名"广汽蔚来"	同上	2019 年
	法雷奥	法雷奥发动机冷却(佛山)有限公司	全球汽车热管理系统四大龙头企业之一	同上	2012 年
	德赛西威	惠州市德赛西威汽车电子股份有限公司	国际领先的汽车电子企业	同上	2007 年
动力电池箱体	宁德时代	宁德时代新能源科技股份有限公司	知名动力电池企业	同上	2018 年
	亿纬锂能	惠州亿纬锂能股份有限公司	知名锂电企业	同上	2021 年
	蜂巢能源	蜂巢能源科技股份有限公司	知名动力电池企业	同上	2022 年
	威睿汽车	威睿电动汽车技术(宁波)有限公司	吉利汽车子公司	同上	2021 年
	欣旺达	欣旺达电子股份有限公司	知名锂电企业	同上	2019 年
	国轩高科	国轩高科股份有限公司	知名动力电池企业	同上	2021 年
	孚能科技	孚能科技(赣州)股份有限公司	知名动力电池企业	同上	2017 年

光伏及储能逆变器	中创新航	中创新航科技股份有限公司	知名动力电池企业	同上	2022 年
	华为	华为数字能源技术有限公司	国际领先的逆变器企业	同上	2021 年
	ENPHASE	Enphaseenergyinc	国际领先的逆变器企业	同上	2019 年
	新能安	东莞新能安科技有限公司	国际领先的储能系统企业	同上	2019 年
	欣旺达	欣旺达电子股份有限公司	国际领先的逆变器企业	同上	2019 年
	南方电网	南方电网综合能源股份有限公司	央企南方电网集团控股子公司	同上	2022 年
	锦浪科技	锦浪科技股份有限公司	国际领先的逆变器企业	同上	2023 年

资料来源：关于祥鑫科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复（2023.5），民生证券研究院

新能源领域新签订单大幅增加，订单陆续落地助力公司业绩增长。截至2023年4月末，基于现有及目前规划产能签订的新能源汽车车身结构件、动力电池箱体、光伏及储能逆变器产品意向性订单金额分别约为45亿元、99亿元、15亿元，预计在未来1-7年逐步实现销售收入（统计口径为与客户签订合作协议或已取得中标或定点通知的项目）。从现有产能收入结构来看，祥鑫科技产能收入主要来自新能源汽车和动力电池箱两个领域，占比超88%。

图32：现有在手订单及意向性订单分布情况

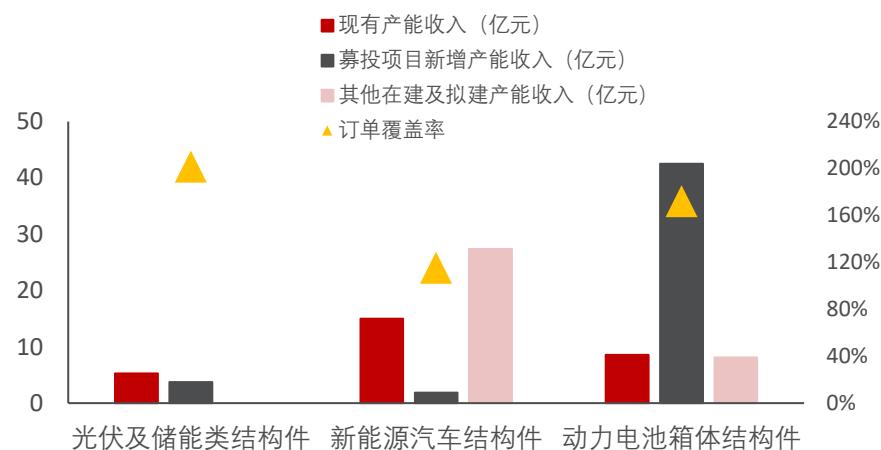


资料来源：关于祥鑫科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复（2023.5），
民生证券研究院

光储结构件及动力电池箱体需求旺盛，未来将迎扩产潮。公司现有产能光伏及储能逆变器结构件为18万台，汽车结构件115000万件，动力电池箱体结构件35万套；5月10日新募投项目新增产能预计光伏及储能逆变器结构件为35万台，汽车结构件2000万件，动力电池箱体结构件170万套；其他在建及拟建产能为汽车结构件55850万件，动力电池箱体结构件22.5万套。公司结合现有客户的已有订单生产情况、客户需求增长情况、公司产能释放情况等多重因素，预计本次募投项目建成后在手订单对公司现有及募投项目新增产能收入的覆盖率。光伏及储能类结构件订单覆盖率（即现有在手订单及意向性订单/现有及新增产能收入比值）超过200%，主要由于随着储能业务规模的扩大，在手订单金额及规

模也有所上升，新能源汽车结构件订单覆盖率为 115.45%，动力电池箱体订单覆盖率为 172.19%，产能扩张与订单获取相辅相成，产能逐步提升与释放为公司获取订单提供保障，获取订单能力稳步提升为募投项目产能消化提供支持。

图33：各结构件产能收入情况



资料来源：关于祥鑫科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复（2023.5），民生证券研究院

公司在新能源汽车等板块积累优质客户，重点发展新能源赛道。汽车精密冲压模具和金属结构件是公司的核心业务，公司与安道拓/江森自控等全球知名的汽车零部件企业保持了长期的合作关系，也是广汽集团、一汽大众、等知名整车厂商的一级供应商。精密汽车冲压模具及金属结构件产品已广泛应用于保时捷、宝马、奔驰等。与新能源汽车、智能汽车相关的产品更是重中之重。公司的客户包含华为汽车、德赛西威、小马智行等，公司提供可用于 VGW 智能网联、OBC 车载充电、mPOWER 智能电动、AIS 融合感知、ADS 智能驾驶、CDC 智能座舱等模块相关的金属结构件产品。

表12：公司客户结构

领域	客户	产品
汽车	车身结件总成：广汽埃安、蔚来汽车、比亚迪、小鹏汽车、Karma Automotive LLC； 电池箱体结构件：宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、塔菲尔、孚能科技、欣旺达、远景动力、巨湾技研、威睿(吉利汽车)、力神电池	动力电池箱体、轻量化车身结构件、热交换系统精密部件、底盘系统部件等产品
	智能汽车 华为汽车、德赛西威	VGW 智能网联、OBC 车载充电、mPOWER 智能电动、AIS 融合感知、ADS 智能驾驶、CDC 智能座舱等模块相关金属结构件产品
	零部件 (汽车冲压模具及冲压件) 安道拓/江森自控、法雷奥、马勒、佛吉亚、本特勒	\
储能和光伏领域	华为、新能安、Enphase Energy、Larsen、FENECON GmbH	光伏逆变器、储能机柜、充电桩机箱
通信设备	华为、中兴、长城	户外基站金属结构件、IDC 机箱、功能性插箱

办公、电子设备

东芝、佳能、京瓷、爱普生、理光

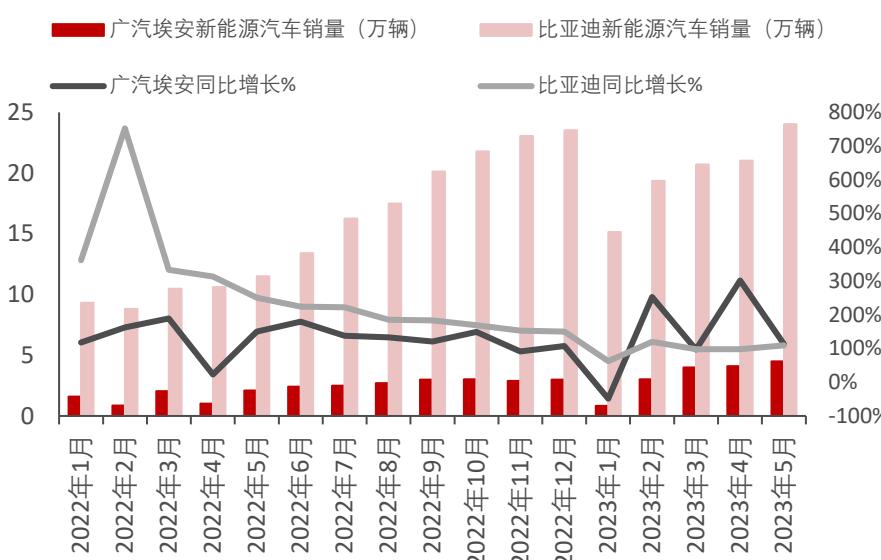
 打印机、复印机、投影仪等设备的
 金属结构件

资料来源：关于祥鑫科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复（2023.5），民生证券研究院

3.2.2 优质客户陆续放量，助力公司量价齐升

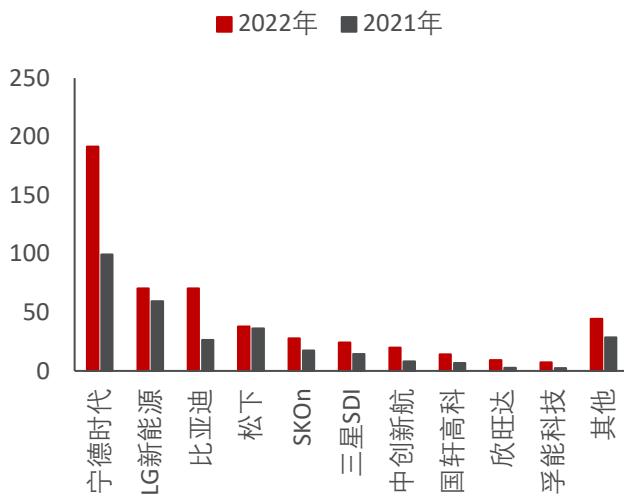
车身结构件受益优质客户放量，未来营收得到保障。广汽埃安新能源汽车2022年总销量为27.1万辆，同比增长125%；2023年1-5月累计销量16.42万辆，5月单月销量达历史新高为4.49万辆。比亚迪2022年全年累计销量达186.3万辆，同比增长209%，比亚迪公司5月新能源汽车销量达24万辆，较去年同期销量11.5万辆大幅提升1倍以上。**下游主要客户销量可期，有望推动公司业绩稳步提升。**

图34：2022年-2023年5月主要客户新能源车销量

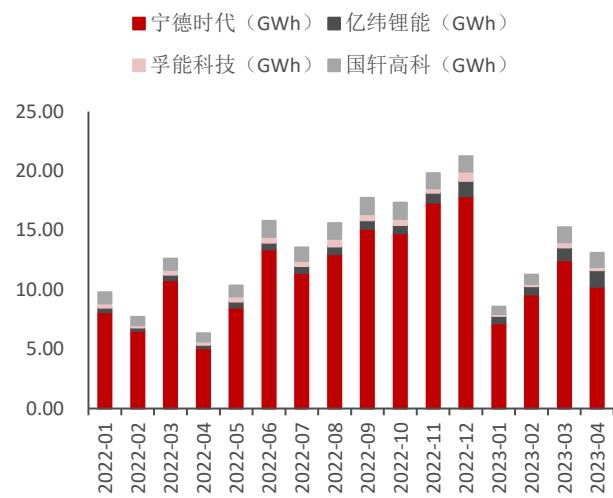


资料来源：wind，民生证券研究院

绑定优质电池客户，动力电池箱体结构件销售量有望高增。2022年1-12月，电动汽车电池总消耗量为517.9GWh，同比增长71.8%。其中，宁德时代2022年装机量为191.6GWh，同比增长92.5%，市场份额也从33%提升至37%，市场份额稳居全球第一，22年国轩高科、欣旺达、孚能科技市场份额位居第八至十名，其中欣旺达、孚能科技装机量同比增长率均超过200%。

图35：2021-2022年全球动力电池TOP10企业装机量(GWh)


资料来源: SNE Research, 民生证券研究院

图36：2022年-2023年4月主要客户动力电池装机量(GWh)


资料来源: wind, 民生证券研究院

订单快速放量，叠加高价值量单品，助力业绩高增长。综合考虑 2020 年-2022 年合同中标及收入增长情况，公司测算自 2025 年起，公司各项产品收入趋于稳定，新能源车身结构件达产年单价 940 元/套，商用逆变器 1880 元/套，家用逆变器 470 元/套，动力电池箱体单价略有差异，除东莞储能、光伏逆变器及动力电池箱体生产基地建设项目为 2820 元/套，其他项目地为 2350 元/套。

表13：祥鑫科技相关产品及单价

项目地	产品单价	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后
东莞	商用逆变器 (元/套)	2000	1940	1880	1880	1880
	家用逆变器 (元/套)	500	485	470	470	470
	动力电池箱体 (元/套)	—	3000	2910	2820	2820
广州	新能源车身结构件 (元/套)	1000	970	940	940	940
	动力电池箱体 (元/套)	2500	2425	2350	2350	2350
常熟	动力电池箱体 (元/套)	—	2500	2425	2350	2350
宜宾	动力电池箱体 (元/套)	2500	2425	2350	2350	2350

资料来源: 关于祥鑫科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复 (2023.5)，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要产品包括汽车冲压模具和金属结构件、动力电池箱体、光伏储能设备结构件以及通讯设备结构件，多产品布局驱动业绩增长。公司将受益光储及新能源汽车行业高景气，政策端和终端需求双轮驱动，随着光储新订单接连落地，预计公司营收有望高速增长。

1) 新能源汽车冲压模具和金属结构件：

公司该业务主要产品为新能源冲压件及动力电池托盘，据公司公告，2023年1-4月公司获得客户的项目定点意向书，预计项目总额为149-151亿元，项目周期为1-7年，下游客户涵盖新能源汽车、动力电池、储能和光伏逆变器、通信等行业。目前公司在手订单饱满，广州新能源车身结构件项目加速建设，项目建成后可达20万套产能，有望从2023年开始放量。公司为宁德时代、国轩高科、塔菲尔、孚能科技、欣旺达、远景动力、巨湾技研、威睿（吉利汽车）等客户供应新能源汽车动力电池金属结构件，在手订单饱满。据公司2023年5月发布的募资说明书，公司现有动力电池箱体结构件产能为35万套，募投项目扩产产能170万套，其他在建及拟建产能22.5万套，项目建成投产后，公司将合计拥有227.5万套动力电池箱体，我们预计公司2023-2025年动力电池箱体销量分别为100/140/180万套，公司2023-2025年新能源汽车冲压模具和金属结构件收入分别为55.7/83.5/104.4亿元，同比+118%/+50%/+25%；随着CTP渗透率提升及产能规模效应，公司自身盈利能力增强，但考虑行业竞争加剧等因素影响，我们预计该业务2023-2025年毛利率分别为19%/19%/19%。

2) 燃油汽车精密冲压模具和金属结构件：

结合中国燃油车销量数据来看，据乘联会数据，2022年燃油车销量达1666万辆，同比-6%，2023年1-4月燃油车销量达495万辆，同比-6%，受燃油车销量下滑影响，我们预计公司2023-2025年燃油车车身结构件的营收每年同比下滑6%；毛利率较为平稳，我们预计公司2023-2025年的毛利率维持在9%。

3) 储能和光伏设备结构件：

公司积极布局光伏逆变器以及储能领域，已经向华为、新能安、EnphaseEnergy、锦浪科技、厦门海辰、南网科技、欣旺达、亿纬锂能等国内外知名企业供应光伏逆变器、储能等相关产品，并不断拓展该领域的战略客户，目前公司已与国内头部光伏逆变器和储能的客户达成合作。储能与光伏行业处于发展初期，景气度较高，结合公司订单情况，未来有望快速驱动业绩增长，我们预计2023-2025年公司储能和光伏设备结构件业务营收增速为180%/29%/23%。2022年业务毛利率为15%，预计未来伴随产品创收叠加及成本控制，毛利率将稳步增长，我们预计2023-2025年公司该业务毛利率为17%/18%/19%。

4) 通信设备结构件:

在通信设备领域，目前公司已向华为、中兴等企业供应 2U、4U 机箱、IDC 数据中心结构件等产品，可用于 5G 基站和数据中心建设，并向烽火通信、长城电脑、超聚变、新华三等企业供应相关信创产品。但考虑到行业发展平稳，华为 5G 发展受到一定阻力，我们预计 2023-2025 年公司通信设备结构件业务营收增速维持在 5%，毛利率保持平稳，我们预计 2023-2025 年公司该业务毛利率维持在 11%。

5) 其他业务:

公司其他业务包括办公及电子设备结构件等，该业务 22 年营收同比增长 186%，但非公司主要业务，体量较小，占公司营收比重在 1%-2%，我们预计 2023-2025 年公司该业务营收增速为 50%/30%/20%，毛利率保持平稳，我们预计 2023-2025 年公司该业务毛利率维持在 100%。

公司未来将重点发展新能源赛道，包括新能源汽车、动力电池以及储能产品，主动调整产品结构，持续提高新能源产品的占比。随新能源汽车和光伏储能赛道高景气，公司未来经营业绩有望站上新台阶，预计 23-25 年公司整体将实现营收 82.77/115.02/140.47 亿元。

表14：公司营收拆分

项目/年度单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
新能源汽车冲压模具和金属结构件收入				
收入	2557	5565	8346	10438
YOY	181%	118%	50%	25%
毛利率	19%	19%	19%	19%
燃油汽车精密冲压模具和金属结构件				
收入	700	658	619	582
YOY	0%	-6%	-6%	-6%
毛利率	10%	9%	9%	9%
储能设备精密冲压模具和金属结构件				
收入	535	1500	1930	2370
YOY	202%	180%	29%	23%
毛利率	15%	17%	18%	19%
5G 通讯及其他精密件冲压模具和金属结构件				
收入	427	449	472	495
YOY	-24%	5%	5%	5%
毛利率	12%	11%	11%	11%
其他业务				
收入	70	104	136	163
YOY	186%	50%	30%	20%
毛利率	96%	100%	100%	100%
总营收				
收入	4289	8277	11502	14047
YOY	81%	93%	39%	22%
毛利率	19%	18%	19%	19%

资料来源：wind，民生证券研究院测算

4.2 估值分析

由于公司主营业务为新能源汽车车身结构件、动力电池箱体和光储设备结构件，故我们选择属于同行业的保隆科技、文灿股份、和胜股份作为可比公司。根据可比公司估值，2023 年的平均估值为 25X。考虑到公司研发能力强，具备客户资源优势，陆续拿到项目定点，在全生命周期中将实现订单落地，未来估值仍有一定提升空间。

表15：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603197.SH	保隆科技	56.72	1.03	1.85	2.49	55	31	23
603348.SH	文灿股份	44.19	0.90	1.51	2.38	49	29	19
002824.SZ	和胜股份	29.6	1.02	1.94	3.01	29	15	10
平均值						44	25	17
002965.SZ	祥鑫科技	1.44	3.32	5.30	36	15	10	

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 6 月 21 日

4.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年实现营收 82.77/115.02/140.47 亿元，实现归母净利润 5.92/9.45/12.59 亿元，2023 年 6 月 21 日股价对应 23-25 年市盈率分别为 15、10、7 倍。考虑到公司深耕模具和金属结构件，重点布局新能源赛道，包括新能源汽车结构件、动力电池箱体及光储设备等，未来需求继续释放，成长空间广阔，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游客户销量不及预期。新能源汽车虽然呈高增长趋势，但是增速趋于放缓，影响公司新能源汽车模具和结构件业务营收。

2) 市场竞争风险。下游相关产业的快速发展，行业竞争有所加强，如果公司不能在日趋激烈的市场竞争中及时全面地提高产品竞争力，将面临产品市场份额下降的风险，进而影响公司未来的发展。

3) 原材料价格波动的风险。公司产品的主要原材料为钢材、铝材等金属材料，如果未来原材料价格继续大幅波动，而公司不能将原材料价格波动导致的影响及时传导到下游市场，将会对公司的毛利率水平和盈利能力造成一定的影响。

4) 新增项目建设进度不及预期风险。公司新增募投项目较多，在项目建设过程中工程组织、建设进度、管理能力、预算控制等都存在不确定性因素，这将影响募集资金投资项目的实施进度，从而影响预期效益。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,289	8,277	11,502	14,047
营业成本	3,535	6,785	9,328	11,331
营业税金及附加	16	32	44	54
销售费用	34	50	69	70
管理费用	211	381	524	618
研发费用	167	322	437	520
EBIT	284	658	1,047	1,391
财务费用	14	4	8	8
资产减值损失	-6	-7	-10	-12
投资收益	-4	-12	-16	-20
营业利润	280	635	1,014	1,351
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	278	635	1,014	1,351
所得税	22	42	67	89
净利润	255	594	947	1,262
归属于母公司净利润	257	592	945	1,259
EBITDA	397	780	1,191	1,557
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	559	236	178	474
应收账款及票据	1,727	3,137	4,377	5,346
预付款项	112	141	194	236
存货	1,241	2,372	3,261	3,962
其他流动资产	312	332	359	379
流动资产合计	3,952	6,219	8,370	10,397
长期股权投资	98	98	98	98
固定资产	605	705	794	881
无形资产	182	180	178	176
非流动资产合计	1,550	1,830	2,109	2,386
资产合计	5,502	8,049	10,478	12,783
短期借款	60	60	60	60
应付账款及票据	2,137	3,865	5,314	6,455
其他流动负债	382	687	899	1,087
流动负债合计	2,579	4,612	6,274	7,603
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	200	199	199	199
非流动负债合计	200	199	199	199
负债合计	2,779	4,811	6,473	7,802
股本	178	178	178	178
少数股东权益	2	4	6	8
股东权益合计	2,723	3,238	4,006	4,981
负债和股东权益合计	5,502	8,049	10,478	12,783

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	80.93	92.96	38.96	22.13
EBIT 增长率	253.38	131.51	59.14	32.82
净利润增长率	300.38	130.64	59.66	33.28
盈利能力 (%)				
毛利率	17.60	18.03	18.90	19.34
净利润率	5.98	7.15	8.21	8.96
总资产收益率 ROA	4.66	7.35	9.02	9.85
净资产收益率 ROE	9.43	18.30	23.62	25.32
偿债能力				
流动比率	1.53	1.35	1.33	1.37
速动比率	1.00	0.80	0.78	0.81
现金比率	0.22	0.05	0.03	0.06
资产负债率 (%)	50.51	59.77	61.77	61.03
经营效率				
应收账款周转天数	112.54	110.91	110.91	110.91
存货周转天数	128.18	128.00	128.00	128.00
总资产周转率	0.92	1.22	1.24	1.21
每股指标 (元)				
每股收益	1.44	3.32	5.30	7.06
每股净资产	15.26	18.14	22.44	27.90
每股经营现金流	0.83	1.07	3.35	5.92
每股股利	0.44	1.01	1.61	2.14
估值分析				
PE	36	15	10	7
PB	3.4	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA	22.38	11.78	7.75	5.73
股息收益率 (%)	0.85	1.96	3.13	4.17
<hr/>				
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	255	594	947	1,262
折旧和摊销	112	122	143	166
营运资金变动	-259	-622	-599	-499
经营活动现金流	148	191	597	1,056
资本开支	-373	-371	-379	-400
投资	406	0	0	0
投资活动现金流	21	-378	-395	-420
股权募资	7	0	0	0
债务募资	17	-5	-27	0
筹资活动现金流	-31	-136	-260	-340
现金净流量	146	-323	-58	296

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 30 日)	4
图 3: 2021Q1-2023Q1 单季度收入与净利润 (亿元)	5
图 4: 2018-2022 年度收入与净利润 (亿元)	5
图 5: 2018-2023Q1 销售毛利率与净利率	6
图 6: 2018-2023Q1 同行业毛利率对比	6
图 7: 2018-2023Q1 销售、管理、研发费用率	6
图 8: 2018-2023Q1 同行业费用率对比	6
图 9: 2020-2022 营收分布情况 (分行业)	7
图 10: 2020-2022 成本分布情况 (分行业)	7
图 11: 2018-2023Q1 同行业 ROE 对比 (%)	7
图 12: 2018-2023Q1 同行业资产负债率对比 (%)	7
图 13: 全球汽车销量 (万辆)	9
图 14: 全球新能源汽车销量 (万辆)	9
图 15: 中国汽车总销量 (万辆)	9
图 16: 中国新能源汽车销量 (万辆)	9
图 17: 动力电池箱体	10
图 18: 动力电池箱体组成部分	10
图 19: 中国动力电池销量 (GWh)	11
图 20: 中国动力电池装车量 (GWh)	11
图 21: 2013-2022 年全球光伏总装机量	12
图 22: 2016-2023E 年全球新增光伏装机量	12
图 23: 2013-2022 年中国光伏累计装机容量 (MW)	13
图 24: 2013-2022 年中国历年光伏新增装机容量 (MW)	13
图 25: 2017-2026E 年全球光伏逆变器市场规模及预测 (出货量)	13
图 26: 2021 年中国光伏逆变器市场竞争格局 (按出货量)	13
图 27: 光伏逆变器成本构成	14
图 28: 2020-2022 全球及我国新型储能系统装机量	14
图 29: 2022 年我国新型储能系统供应商竞争格局	14
图 30: 某车型铝型材电池箱下体	17
图 31: 2017 年-2023Q1 年公司研发费用	18
图 32: 现有在手订单及意向性订单分布情况	20
图 33: 各结构件产能收入情况	21
图 34: 2022 年-2023 年 5 月主要客户新能源车销量	22
图 35: 2021-2022 年全球动力电池 TOP10 企业装机量(GWh)	23
图 36: 2022 年-2023 年 4 月主要客户动力电池装机量 (GWh)	23

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司股权激励情况	4
表 2：公司高管团队	4
表 3：公司产品介绍	5
表 4：汽车冲压件相关政策	8
表 5：新能源车身结构件市场空间测算	10
表 6：国内动力电池箱体领域主要的上市公司	11
表 7：光伏结构件市场空间结构测算	15
表 8：公司自主研发技术	16
表 9：祥鑫科技专业化优势	16
表 10：公司在建及拟建产能情况	18
表 11：公司在手订单及意向性订单对应客户情况	19
表 12：公司客户结构	21
表 13：祥鑫科技相关产品及单价	23
表 14：公司营收拆分	25
表 15：可比公司 PE 数据对比	26
公司财务报表数据预测汇总	28

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。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

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。	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
	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