

002988.SZ

增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 18.85

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	38.8	10.3	10.7	23.9
相对深圳成指	47.8	10.4	19.2	32.0

发行股数(百万)	232.77
流通股(百万)	232.59
总市值(人民币 百万)	4,387.73
3个月日均交易额(人民币 百万)	41.79
主要股东	
清远市豪美投资控股集团有限公司	38.12

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年9月25日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

有色金属：工业金属

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

豪美新材

系统门窗与汽车轻量化打造新增长

豪美新材经过30年积累，在铝型材生产销售领域积累了产能、技术、市场，具备一定的市场认可度，当前公司正处于结构转型阶段。汽车轻量化和系统门窗的利润率更高，行业空间大，有望为公司贡献新的增长极。首次覆盖，我们给予公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- 公司深耕铝型材行业多年，业务向汽车轻量化材料和系统门窗拓展。公司成立于1991年，经过多年的产业链延伸和业务转型，已成功由一家传统铝制品企业拓展为一家从事铝合金材料、节能系统门窗和汽车轻量化材料技术创新和产业化应用的国家重点高新技术企业。公司未来将扎根铝材料行业，在系统门窗和汽车轻量化方向寻求突破。
- 系统门窗渗透率仍低，存量翻新或迎来发展机遇。人们对美好生活的向往从不停止，门窗质量很大程度上决定了人们的居住体验。系统门窗通过系统化的选材和设计，凭借其气密、水密、隔音、隔热等优势。我们预计明年地产新房销售进入中枢波动区间，存量翻新对于消费建材需求的重要性大大提升。当前我国系统门窗的渗透率仅2-5%，对标欧洲70%的渗透率仍有较大提升空间。豪美新材子公司贝克洛厚积薄发，当前处于门店加速开拓，工程订单快速增长阶段，有望增厚公司利润率，贡献业绩增量。
- 汽车轻量化空间大，公司乘势而上。一方面，轻量化可以使汽车降低能耗、降低排放、增加续航；另一方面，新能源车的三电系统对铝材料的使用量大幅提升。铝合金材料以更低的密度提供更高的强度，能够较大程度减轻汽车的重量。随着汽车轻量化的要求提高以及新能源汽车占比的提高，我们预计汽车轻量化铝材空间有望逐渐提高。我们测算2023年汽车轻量化铝材空间在1200亿元左右，2030年有望达到2000亿元。豪美新材具备汽车铝材的10余种产品全体系供应能力，并率先实现了7系铝材料的防撞梁的量产与批量销售，产品具备竞争力。公司可转债募集项目年产2万吨铝合金型材及200万套部件深加工技术改造扩产，助力业务增长。

估值

- 我们预计公司2023-2025年分别实现归母净利润1.70、2.69、3.71亿元，对应PE分别为25.8、16.3、11.8倍，首次覆盖，给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 地产销售不及预期，系统门窗门店开拓不及预期，建筑和工业铝型材下滑；原材料铝价上涨。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	5,600	5,413	5,838	6,693	7,485
增长率(%)	62.9	(3.3)	7.9	14.7	11.8
EBITDA(人民币 百万)	292	114	427	584	723
归母净利润(人民币 百万)	139	(111)	170	269	371
增长率(%)	20.0	(180.1)	(252.7)	57.9	38.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.60	(0.48)	0.73	1.15	1.60
市盈率(倍)	31.5	(39.4)	25.8	16.3	11.8
市净率(倍)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA(倍)	22.1	52.9	15.7	12.9	9.7
每股股息(人民币)	0.2	0.0	0.2	0.3	0.5
股息率(%)	1.1	0.0	1.2	1.8	2.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

豪美新材：铝型材多场景应用的先进制造企业	5
30 年厚积薄发，积累行业认可度.....	5
2022 年承压，2023 年有望迎来反弹.....	6
系统门窗：效率与性能大大提升，改善居住体验	8
门窗质量很大程度决定居住体验.....	8
系统门窗更新空间大，存量翻新或带来发展机遇.....	9
系统门窗渗透率有望加速提升.....	11
贝克洛：先发优势，BC 兼顾迎快速增长期.....	15
汽车用铝：乘轻量化之势而上.....	21
汽车轻量化趋势显著.....	21
汽车用铝型材空间有望逐步扩大.....	23
豪美新材汽车轻量化具备竞争力，产能加速增长	24
建筑及工业用铝：工程底蕴稳固基本盘.....	26
盈利预测和估值	27
盈利预测	27
估值	27
风险提示	29

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司股权结构（截至 2022 年末）.....	5
图表 3. 公司产业链.....	6
图表 4. 公司营业收入及增速（单位：亿元）.....	7
图表 5. 公司归母净利及增速（单位：亿元）.....	7
图表 6. 公司主营业务收入占比.....	7
图表 7. 系统门窗与汽车业务毛利率更高.....	7
图表 8. 门窗发展沿革.....	8
图表 9. 系统门窗（左）与传统门窗（右）的零部件分解图.....	9
图表 10. 系统门窗性能更优.....	9
图表 11. 铝合金门窗产值（亿元）.....	10
图表 12. 方法一测算系统门窗空间.....	10
图表 13. 系统门窗市场空间测算.....	10
图表 14. 建筑运行阶段占全过程能耗 21.3%（2020 年）.....	11
图表 15. 关于绿色建筑相关政策要求.....	11
图表 16. 门窗需要换新的受访者比例较高.....	12
图表 17. 对现有门窗的不满是门窗换新的核心原因.....	12
图表 18. 安全与气密水密保温隔音是门窗的最大诉求.....	12
图表 19. 装修风格、安装服务与工期是换门窗的主要焦虑.....	12
图表 20. 不同类型窗户市场价.....	13
图表 21. 不同类型窗户成本价差异较大.....	13
图表 22. 系统门窗用料更扎实.....	14
图表 23. 系统门窗型材界面.....	14
图表 24. 普通铝合金门窗型材界面.....	14
图表 25. 普通铝合金门窗和系统门窗密封胶条对比.....	15
图表 26. 贝克洛 B 端销售模式示意图.....	16
图表 27. 工程端订单增长较快.....	16
图表 28. 贝克洛门窗专利成果.....	17
图表 29. 贝克洛检测区和检测设备.....	17
图表 30. 超低能耗建筑项目的门窗要求.....	18
图表 31. 贝克洛门窗是 2023 年度系统门窗首选品牌第三.....	18
图表 32. 贝克洛 C 端销售模式示意图.....	19
图表 33. 贝克洛沈阳旗舰店.....	19
图表 34. 贝克洛南京店.....	19

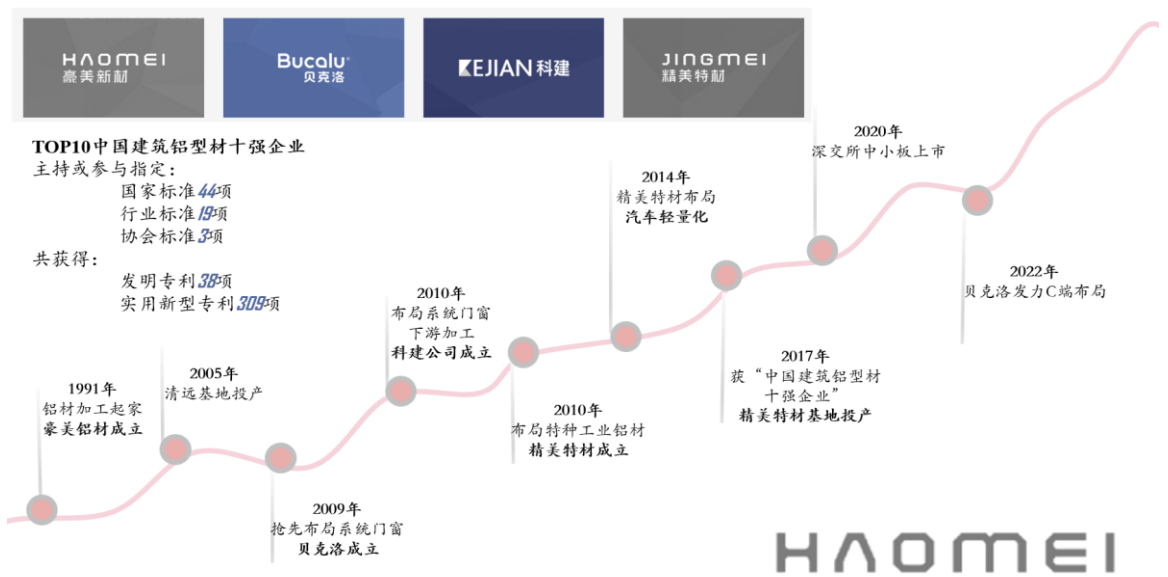
图表 35. 不同厂商系统门窗价格比较.....	20
图表 36. 汽车轻量化相关的政策.....	21
图表 37. 汽车轻量化整体目标.....	21
图表 38. 汽车轻量化实现路径.....	22
图表 39. 铝具备轻量高强优势.....	22
图表 40. 铝合金材料在车身应用的优点.....	22
图表 41. 不同车辆单车用铝预测（单位：千克）.....	23
图表 42. 汽车轻量化铝型材空间测算.....	23
图表 43. 豪美新材汽车轻量化产品.....	24
图表 44. 豪美新材轻量化产品下游部分汽车客户.....	24
图表 45. 豪美新材主要汽车轻量化产品.....	24
图表 46. 1-7 系铝合金产品概览.....	25
图表 47. 豪美新材防撞梁产品的技术要求.....	25
图表 48. 年产 2 万吨铝合金型材及 200 万套部件深加工技术改造项目基本情况..	25
图表 49. 豪美新材部分工程项目.....	26
图表 50. 豪美新材部分工业产品.....	26
图表 51. 主要业务盈利预测.....	27
图表 52. 可比公司估值比较.....	28
利润表(人民币 百万).....	30
现金流量表(人民币 百万).....	30
财务指标.....	30
资产负债表(人民币 百万).....	30

豪美新材：铝型材多场景应用的先进制造企业

30 年厚积薄发，积累行业认可度

公司是铝合金型材和系统门窗的先进研发制造企业。公司成立于 1991 年，经过多年的产业链延伸和业务转型，已成功由一家传统铝制品企业拓展为一家**从事铝合金材料、节能系统门窗和汽车轻量化材料**技术创新和产业化应用的国家重点高新技术企业。目前，“豪美”牌铝型材已在国内外众多知名建筑物、轨道交通、工业用铝、汽车轻量化以及系统门窗等领域广泛应用。截至 2023 年中报，公司共主持或参与制定国家标准 44 项、行业标准 19 项、协会标准 3 项，共拥有发明专利 38 项、实用新型专利 309 项，在行业内具有较高的认知度。

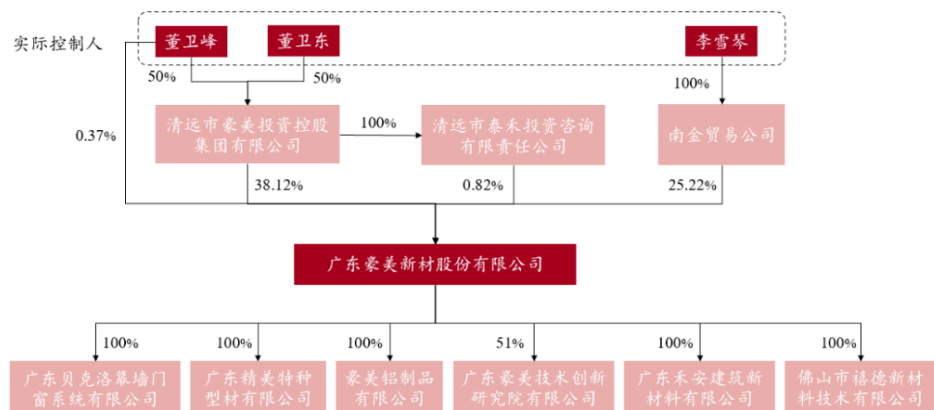
图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

公司股权结构较为集中。截至 2022 年末，豪美控股直接持有公司 38.12% 的股权，并通过泰禾投资间接持有公司 0.82% 的股权。董卫峰、董卫东和李雪琴三人为公司实际控制人，共计持有公司 64.53% 的股权。此外，公司主要全资子公司包括贝克洛、精美特材等，贝克洛负责系统门窗相关业务，精美特材负责工业铝型材相关业务，可以更好实现上中下游一体化布局，覆盖产业链重要价值环节。

图表 2. 公司股权结构（截至 2022 年末）

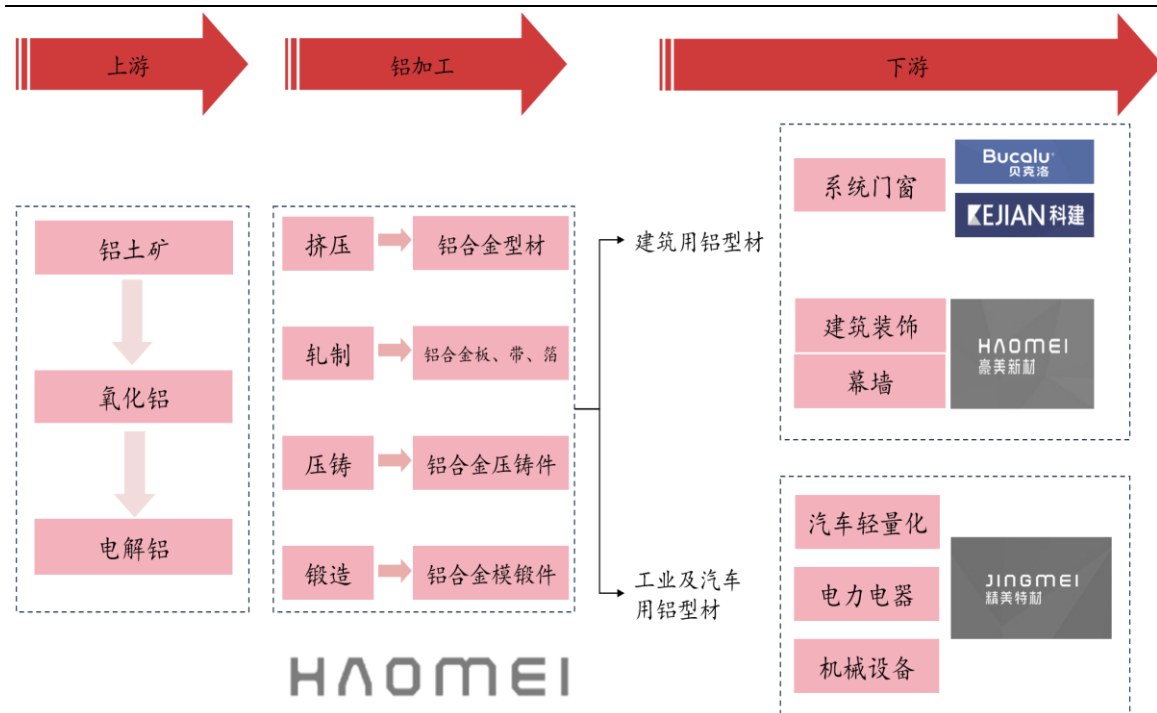


资料来源：公司公告，中银证券

2022 年承压，2023 年有望迎来反弹

公司主要产品包括：**建筑用铝型材、一般工业用铝型材、汽车轻量化铝型材和系统门窗**；并从事**门窗幕墙安装业务**。公司全资子公司**精美特材**是集研发、生产、加工和销售于一体的特种铝合金型材制造基地，形成了从熔铸、均匀化、模具设计与制造、热挤压、精抽、热处理、表面处理到深加工完整的工业铝型材产业链，主要应用在工业、建筑与汽车等场景。**贝克洛**是专业的系统门窗技术应用中心、门窗研发与检测基地。此外，贝克洛全资子公司**科建装饰**主营铝门窗、单元式幕墙工程制作及安装，提供门窗、幕墙设计、研发、生产、施工及售后等全方位服务。

图表 3. 公司产业链

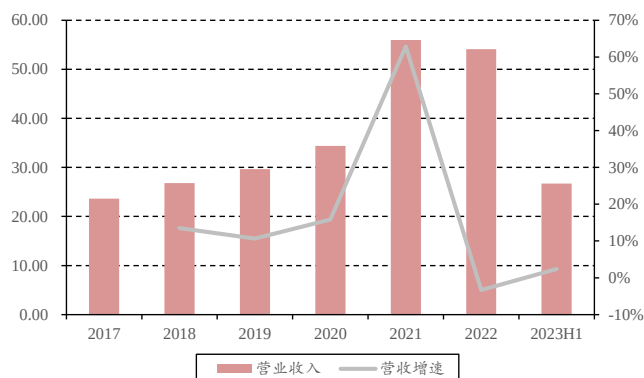


资料来源：公司官网，豪美新材招股说明书，中银证券

营业收入高速增长后承压下行。公司营业收入从 2017 年的 23.63 亿元快速增长至 2021 年的 56.00 亿元，CAGR 为 24.07%。2021 年，面对房地产行业景气度下行、原材料价格上涨等不利因素，公司产销量的增长以及“铝锭价+加工费”定价模式下产品价格的上涨使得其实现销售收入 56.00 亿元，同比增长 62.91%；归母净利 1.39 亿元，同比增长 20.03%，保持较好势头。2022 年，公司实现营业收入 54.13 亿元，同比下降 3.34%，利润则亏损较多。主要因素包括精美事故停产造成的损失、计提固定资产减值和存货跌价准备等一次性的支出，以及应收账款坏账准备、可转债利息等。

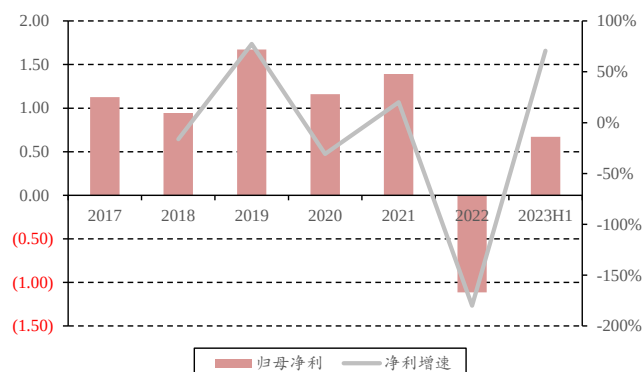
2023 年上半年业绩快速修复，系统门窗业务快速增长。根据中报，公司上半年盈利 6,714.89 万元，同比增长 70.80%。低基数之外，业绩增长的主要原因是产销量快速增长，盈利能力逐渐恢复。值得注意的是，上半年公司系统门窗工程中标量 105.68 万平方米，同比增长 135.57%，基本与 2022 年全年持平，其中二季度中标 75.39 万平方米，同比增长 90.14%。

图表 4. 公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

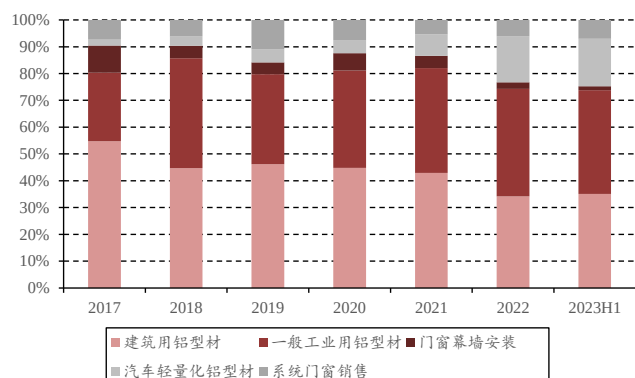
图表 5. 公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

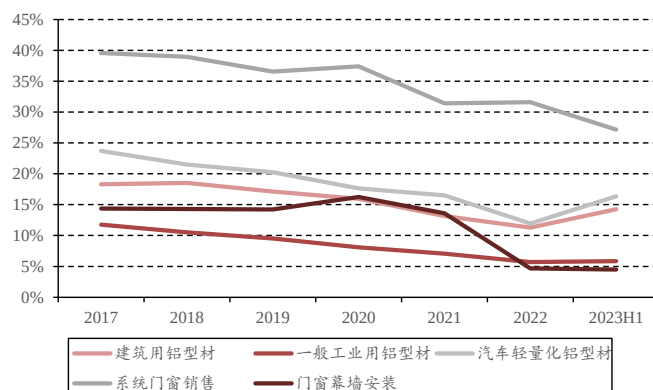
汽车轻量化和系统门窗毛利率较高，提升盈利能力。从公司主营业务收入结构中可以看出，公司逐渐向高附加值产品倾斜，建筑用铝型材占比慢慢下降；汽车轻量化铝型材占比上升较快，2022 年达到 17.25%，同比增长 9.3pct；系统门窗毛利率较高，收入占比正不断提升，有望提高公司的综合毛利率。公司目前正在建的“年产 2 万吨铝合金型材及 200 万套部件深加工技术改造项目”预计将在明年上半年达产，提升整体毛利率和经营能力；公司系统门窗业务正加速拓展，工程端订单数量快速增加，零售端门店正加速布局。

图表 6. 公司主营业务收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 系统门窗与汽车业务毛利率更高



资料来源：公司公告，中银证券

系统门窗：效率与性能大大提升，改善居住体验

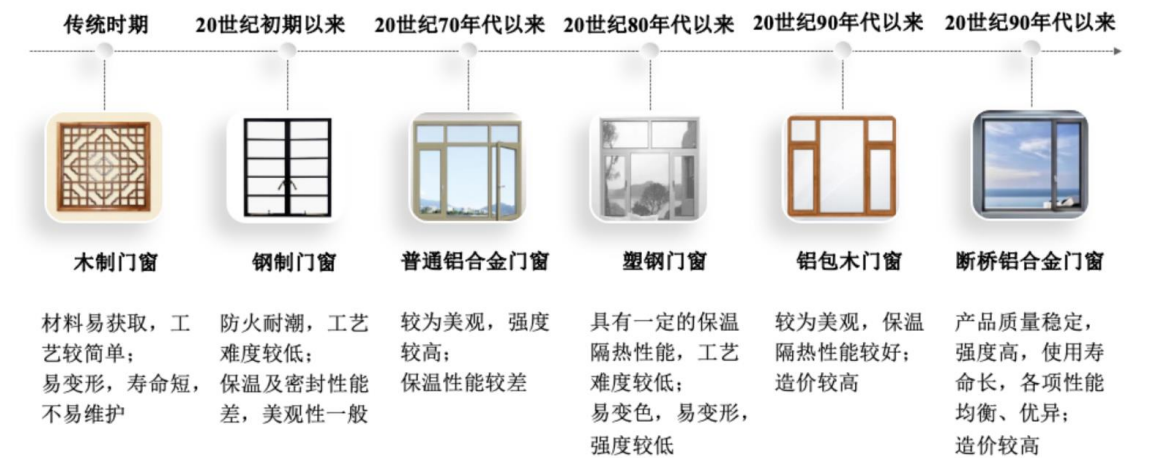
门窗质量很大程度决定居住体验

门窗的功能要求提高是门窗迭代的主要动力。门窗是对外观与功能属性要求都很高的建筑材料，门窗性能的好坏很大程度影响着人们的居住体验。人们对美好生活的向往从不停止，“衣食住行”的人类生活四大需要中，门窗大大影响居住体验。中国人民对美好居住环境的向往长期存在，门窗质量改善的需要也将不断释放。

门窗经历了木窗、钢窗、普通铝、塑钢、断桥铝的替代升级，系统门窗是未来的发展方向。在传统时期，建筑门窗通常以木质结构为主，其易变形、寿命短、维护难度大，逐渐被替代；在 20 世纪 70 年代之前，我国的主要门窗以钢窗为主，其结构较强，但保温性能较弱，美观性也相对一般；20 世纪 70-90 年代，普通铝合金门窗开始逐渐兴起，美观程度有所提高，但保温的问题尚未解决；20 世纪 90 年代开始，塑钢门窗由于其保温性能的升级，使用量逐渐提高，但其仍然容易变色变形、强度较低；21 世纪以来，断桥铝合金门窗由于其断桥的橡胶尼龙材料的使用，隔热性能有了大幅提升。但普通断桥铝仍然存在设计制造安装流程不系统、没有力学性能、水密、气密、保温等综合考虑，也没有考虑标准尺寸样窗和实际使用门窗的定制化不匹配等问题。

最近十年，系统门窗逐步走入人们视野，系统性设计，高标准用料使其具备更优的性能，逐渐得到消费者认同。我国系统门窗行业尚处于发展阶段初期，总体渗透率仅 2-5% 左右，对比欧洲的 70% 渗透率，仍然有较大空间。我国系统门窗当前的总体竞争格局分散，整体市场仍处于产品推广及普及阶段。随着后续消费者对门窗性能的要求提高以及对门窗认知程度的提高，系统门窗的渗透率有望提升。

图表 8. 门窗发展沿革



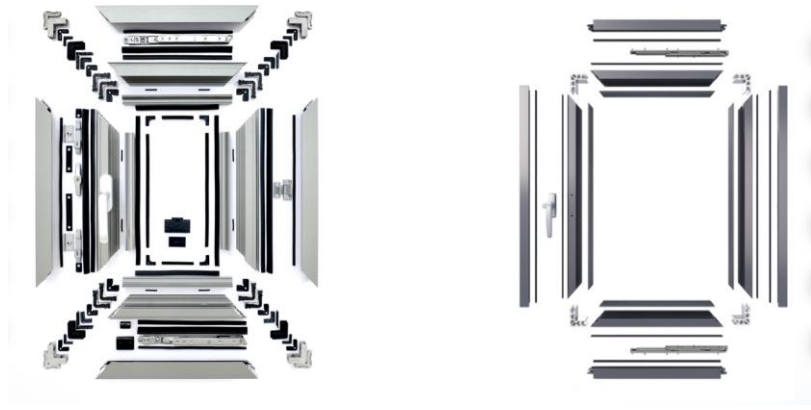
资料来源：皇派家居招股书，中银证券

系统门窗优势的底层逻辑是系统集成。系统门窗是具有完备技术体系支撑的、涵盖门窗所有技术环节的、严格按照构成门窗系统的各要素的要求设计、制造、安装而成的门窗产品，需要根据气候变化、地域差异等因素综合考虑水密、气密、抗风压、保温、隔热、隔音、安全、耐候、耐久等一系列重要的性能，运用系统集成的思维方式，按照严格的程序将型材、玻璃、五金配件等各要素构成有一定秩序的集合体。此外，系统门窗在设计时需要充分考虑美观效果，将门窗产品本身与建筑物整体的协调性纳入考量范畴，最大化满足人们对产品功能和外观装饰的双重要求。相较之下，普通门窗产品性能指标较低且质量稳定性较差，其在保温隔热、隔音密封、安全舒适性等功能设计以及使用年限上相比系统门窗有较大差距。

系统门窗的设计、制造、安装遵循严格的流程，从基础技术研发、材料选用、构造设计、上墙安装等全过程都有严格质量控制，隔热、隔音、抗风压、水密、气密等多项性能优异，并能实现绿色节能降耗的作用。

系统门窗设计环节开始系统考虑，比传统门窗更具整体性。系统门窗是建筑铝型材的下游应用领域之一，是系统化设计、制造、安装的建筑门窗。相比传统门窗，系统门窗以当地气候环境为基础，综合考虑了水密性、气密性、抗风压、隔热、隔音、防撬、耐候性等一系列性能要求，可妥善应对如台风、沙尘暴、严寒等极端天气，并实现绿色节能降耗的作用。

图表 9. 系统门窗（左）与传统门窗（右）的零部件分解图



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 10. 系统门窗性能更优

门窗性能	贝克洛 NOW55 系列（系统门窗）	HM50 系列（非系统门窗）	与普通门窗对比	性能说明
隔音性能	32dB	16dB	隔音性能提升一倍	可将室外噪音从闹市水平（60-70dB）降至低语水平（30-40dB），有效隔绝交通噪音、广场舞等声污染。
抗（台）风压性	9 级(>5000Pa)	4-6 级(2000-4000Pa)	防风性能大幅提高	一般能够抵御 17 级强风，而近年登陆我国东南沿海的超强台风，其底层中心附近风速均未超过 16 级。
水密性	6 级(>700Pa)	1-3 级(<300Pa)	防雨性能大幅提高	通过门窗内外壁间的多层腔室设计，使渗过外壁的雨水在重力作用下向外流出，不接触内壁，从而消除雨水渗漏。
气密性	8 级(<0.5m ³ /m ² .h)	1-3 级(>10m ³ /m ² .h)	气密性能提升达 10 倍	降低灰尘以及 PM2.5 颗粒侵扰，也能减轻大风天气的风哨声。
隔热 Uf 值	2.48w/m ² k	6.04w/m ² k	室内外能量交换速率减缓至 1/2	夏季阻隔室外高温的侵入，冬季阻隔室内热量的流失，可有效实现节能减排。

资料来源：公司招股书，中银证券

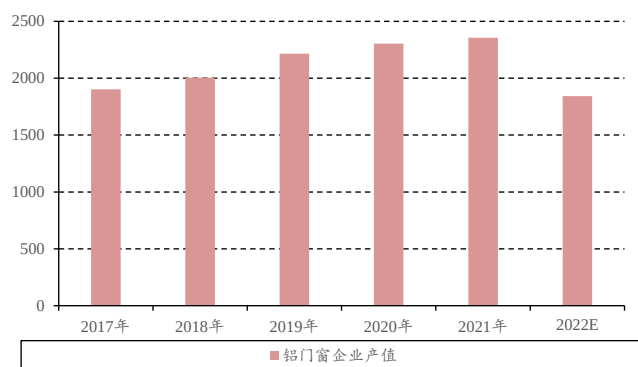
系统门窗更新空间大，存量翻新或带来发展机遇

系统门窗行业空间大约百亿，未来扩张空间大

渗透率低，空间广阔。前文提到，我国当前系统门窗渗透率仅 2-5%，相较欧洲 70%的渗透率仍然有较大的提升空间。门窗幕墙行业比较缺少市场规模方面的详细数据，我们使用两种方法大致测算系统门窗当前的市场规模以及未来的成长空间。

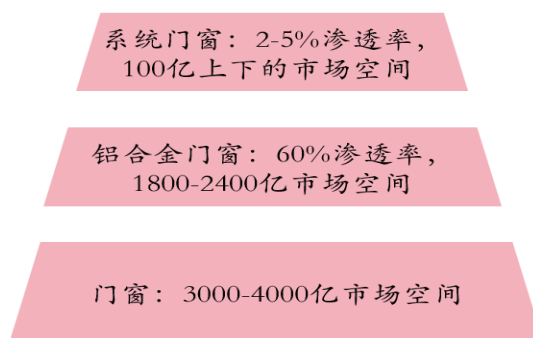
一、根据中国幕墙网在《2022-2023 中国门窗幕墙行业研究与发展分析报告》的估计，2022 年我国铝门窗类产值约 1800 亿元，2021 年产值规模约 2400 亿元，我们按照 60%的铝门窗占比推算我国门窗类产值合计约 3000 亿-4000 亿元左右规模。按照 2%-5%的渗透率估算，2023 年系统门窗的市场空间在 100 亿元上下。

图表 11. 铝合金门窗产值（亿元）



资料来源：中国幕墙网《2022-2023 中国门窗幕墙行业研究与发展分析报告》，中银证券

图表 12. 方法一测算系统门窗空间



资料来源：优居研究院，中银证券

二、自上而下测算。我们从 B 端增量和 C 端存量翻新两个角度测算系统门窗的市场空间。B 端我们采用统计局竣工面积*窗地比*系统门窗渗透率的方式测算系统门窗的空间。C 端我们则以统计局披露的城镇人均居住面积*城镇人口+农村人均居住面积*农村人口测算存量住房面积，按照每年 2% 的翻新比例，1:6 的窗地比，测算系统门窗的市场空间。最终我们测算出 2023 年 B 端系统门窗空间大约在 30-40 亿元左右，2026 年将接近 50 亿元；2023 年 C 端系统门窗空间在 50 亿元以上，2026 年有望超过 70 亿元。2023 年系统门窗总市场空间约 947 万平方米/年，104.6 亿元/年。

图表 13. 系统门窗市场空间测算

B 端		2020 年	2021 年	2022 年	2023E	2024E	2025E	2026E
新建竣工面积	亿平方米	9.12	10.14	8.62	10.35	11.38	10.24	9.22
YOY	%		11	(15)	20	10	(10)	(10)
窗地比		1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6
窗户面积	亿平方米	1.52	1.69	1.44	1.72	1.90	1.71	1.54
系统窗渗透率	%	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2
平均单价	元/平方米	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
B 端市场空间	百万平方米	3.04	3.72	3.45	4.48	5.31	5.12	4.92
B 端市场空间	亿元	30.41	37.18	34.49	44.84	53.11	51.22	49.17
C 端								
存量面积	亿平方米	575	575	575	575	575	575	575
存量翻新面积	亿平方米	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
窗地比		1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6
窗户面积	亿平方米	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92
渗透率	%	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2
平均单价	元/平方米	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
C 端市场空间	百万平方米	3.83	4.22	4.60	4.98	5.37	5.75	6.13
C 端市场空间	亿元	46.00	50.60	55.20	59.80	64.40	69.00	73.60
合计								
总市场空间	百万平方米	6.87	7.94	8.05	9.47	10.68	10.87	11.05
总市场空间	亿元	76.41	87.78	89.69	104.64	117.51	120.22	122.77

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，中银证券

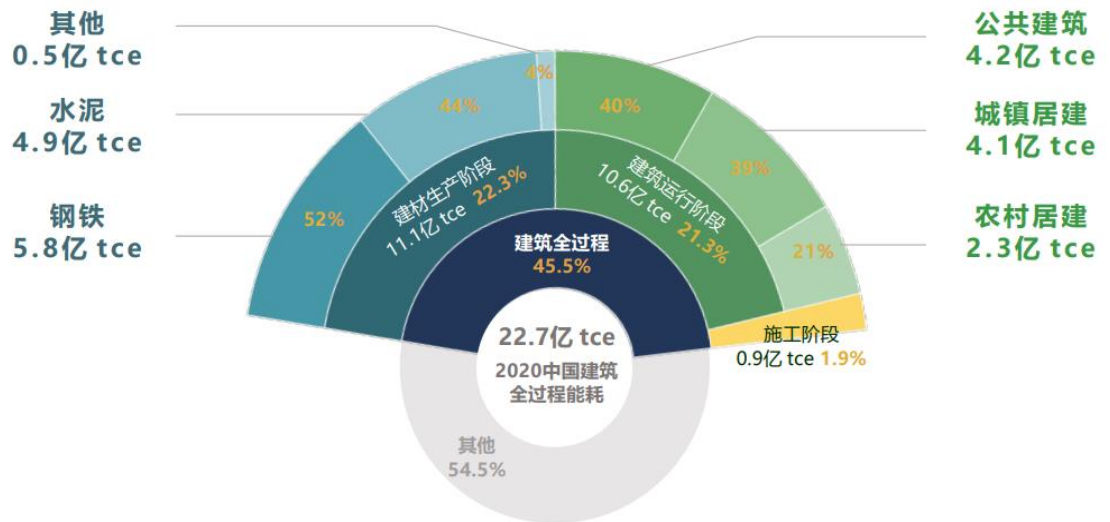
我们通过两种方式测算系统门窗的空间都在百亿左右规模。相比铝门窗的 3000-4000 亿市场空间，仍然有较大的提升空间。我们预计未来随着系统门窗渗透率的提升，行业整体的规模也会保持一定增速上行。

门窗行业集中度较低，龙头优势或加速集中度提升。我国系统门窗行业尚处于初级阶段，行业内成规模的企业较少，行业集中度相对较低。根据中国幕墙网发布的《2022-2023 中国门窗幕墙行业研究与发展分析报告》，从企业规模上看，我国家装门窗市场以产值 1 亿元以内的小规模企业为主，占比达 82.90%，产值 5 亿元以上的规模企业数量有限，占比仅 0.80%。

系统门窗渗透率有望加速提升

一、建筑节能要求不断提高。据中国建筑节能协会统计，2020 年全国建筑全过程能耗总量为 22.7 亿 tce，占全国能源消费总量比重为 45.5%。其中，建筑运行阶段能耗 10.6 亿 tce，占全国能源消费总量的比重为 21.3%。在“碳达峰、碳中和”的大背景下，建筑节能的要求日益提升。

图表 14. 建筑运行阶段占全过程能耗 21.3%（2020 年）



资料来源：中国建筑节能协会，中银证券

图表 15. 关于绿色建筑相关政策要求

时间	单位	内容	文件
2016 年 10 月	工信部	以绿色建材推广应用为着力点，以绿色建筑、绿色农房、建筑节能和设施农业需要为导向，优先从节能门窗、节水洁具、保温材料等产品切入，开展绿色建材评价标识，引导生产企业推进绿色生产，发布绿色建材产品目录。	《建材工业发展规划（2016-2020 年）》
2017 年 3 月	住建部	2020 年，城镇新建建筑能效水平比 2015 年提升 20%，部分地区及建筑门窗等关键部位建筑节能标准达到或接近国际现阶段先进水平。城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过 50%，绿色建筑应用比重超过 40%。	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》
2019 年 9 月	住建部	建筑设计应根据气候特征和场地条件，通过被动式设计降低建筑冷热需求和提升主动式能源系统的能效达到超低能耗，在此基础上，利用可再生能源对建筑能源消耗进行平衡和替代达到近零消耗。	《近零能耗建筑技术标准》
2020 年 7 月	住建部等 13 部门	实行工程建设项目全生命周期内的绿色建造，以节约资源、保护环境为核心，大幅降低能耗、物耗和水耗水平。推动建立建筑业绿色供应链。加大先进节能环保技术、工艺和装备的研发力度，提高能效水平，加快淘汰落后装备设备和技术，促进建筑业绿色改造升级。	《住房和城乡建设部等部门关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》
2022 年 3 月	住建部	开展高性能门窗推广工程。根据我国门窗技术现状、技术发展方向，提出不同气候地区门窗节能性能提升目标，推动高性能门窗应用。提高既有居住建筑节能水平。引导居民在更换门窗、空调、壁挂炉等部品及设备时，采购高能效产品。	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》

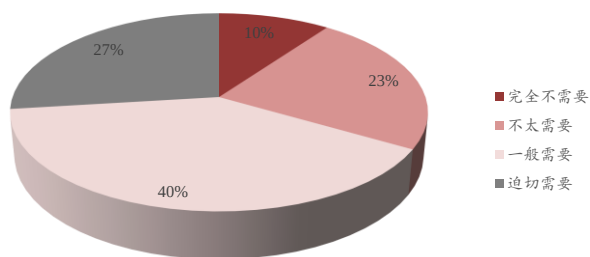
资料来源：各部门官网，中银证券

二、系统门窗更能满足建筑节能的需要。系统门窗厂商通过系统结构设计、采用多腔体隔热型材及多层中空钢化玻璃等优质原材料，结合组角注胶连接等先进技术和工艺，不断提升系统门窗框扇之间的严密度，以增强产品的保温隔热效果，降低热量损失，将节能降耗的目标贯穿于产品研发、原材料选择及生产加工等各个环节，更能满足建筑节能的需要。

三、把握零售痛点，重装修升级概率较大。存量房市场规模较大，根据住建部 2018 年的测算，我国既有建筑面积 720 亿平（含住宅、商用、写字楼等）有 40% 以上是 2005 年以前投入使用的，这部分房屋至今已使用超过 18 年，我们预计将有不少房屋陆续进入翻新重装修阶段。而在重装修阶段，针对原来存在的问题改善换新，提高居住的舒适性是业主最直接的诉求。我们认为系统门窗将通过其优秀的性能在加速提高重装修阶段的渗透率。

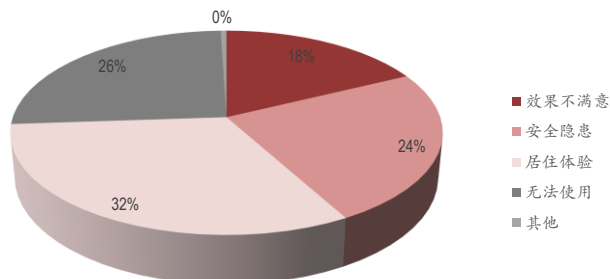
旧门窗体验欠佳，换新意识强但仍有换新焦虑。根据优居研究院的调查，消费者认为旧门窗存在着安全隐患、隔音差、不隔冷、不隔热、密封性差等问题影响使用体验。有超过 67% 的消费者存在潜在的门窗换新需要，而换新的原因更多是现有门窗使用体验的不足。而有需要却未更换门窗的消费者中，对装修风格、安装服务、更换工期的焦虑是最主要原因，担心成本过高的比例并不在多数。

图表 16. 门窗需要换新的受访者比例较高



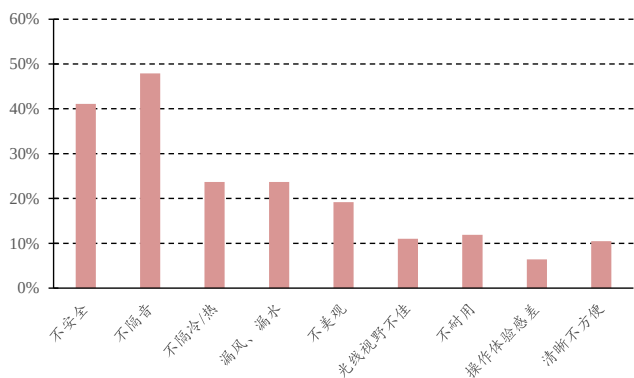
资料来源：优居研究院，中银证券

图表 17. 对现有门窗的不满门窗换新的核心原因



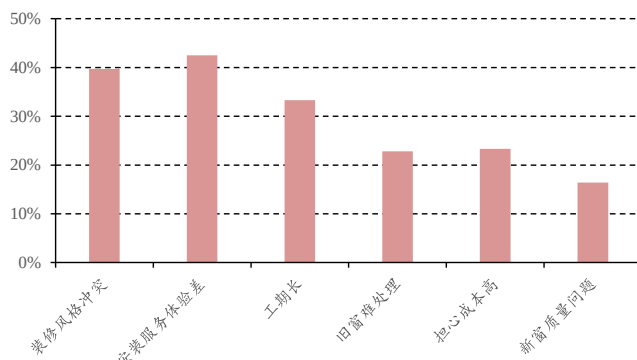
资料来源：优居研究院，中银证券

图表 18. 安全与气密水密保温隔音是门窗的最大诉求



资料来源：优居研究院，中银证券

图表 19. 装修风格、安装服务与工期是换门窗的主要焦虑



资料来源：优居研究院，中银证券

更换门窗本质是要改善居住体验，系统门窗性能优势有望转化为竞争力。系统门窗本身具备更优秀的气密、水密、保温隔热、隔音等性能，能够针对性的满足消费者的诉求，改善消费者居住体验。我们认为对于消费者来说，选择更换门窗就意味着要实质性改善居住体验，而不是同性能的门窗简单的拆旧换新，系统门窗有望表现出较强的竞争力。**定制化满足装修风格需要：**系统门窗本身具备定制化属性，可以满足消费者需要的各种装修风格。**工期较短不影响居住：**工期更换系统门窗所需要的时间更多是从下单测量到实际进场更换门窗的时间，这段时间并不影响住户的居住，真正更换门窗所需要的时间并不长。至于安装服务环节消费者的体验则更多因厂家而异，系统门窗厂商多数包安装，我们也相信未来随着重装修占比提升，系统门窗的消费属性提高后，安装服务将成为门窗厂商努力完善优化的环节。

四、系统窗更贵，国产系统窗具备相对的性价比。消费者在选择性能相对于传统产品有明显优势的新兴产品时，性价比可能会成为重要的决策依据。筑享网的数据显示，**塑钢窗的市场价**大约为 260 元/平方米左右，**普通铝合金窗**市场价格为 500 元/平方米左右，**断桥铝合金窗**市场价格大多在 700 元/平方米以上。而**系统窗**的市场价格都在 2000 元/平方米以上，进口系统门窗则更贵。根据筑享网的数据，进口的旭格系统窗的价格通常超过了 3000 元/平方米，甚至部分窗型在 4000 元/平方米。国产系统窗有一定的价格优势，国产的价格通常在 2000 元/平方米左右。按照 100 平米三室一厅的房型粗算，20 平米的窗使用系统断桥铝门窗成本在 4 万元左右。

图表 20. 不同类型窗户市场价

窗厂商	门窗类型	型材类型	玻璃类型	市场价（元/平方米）
河南大美中原科技	塑钢窗	塑钢	单层钢化玻璃	260
长沙中天门窗	普通铝合金窗	铝合金	5+12A+5 中空玻璃	523
四川洪富建设	断桥隔热铝合金窗	断桥铝合金	6Low-E+12a+6 中空玻璃	770
河北奥润顺达	国产系统窗	断桥铝合金	中空氩气玻璃	2013
旭格	进口系统窗	断桥铝合金	6+27A+6 中空玻璃	3746

资料来源：筑享网，中银证券

注：以上价格仅为个例，仅供参考。

不同门窗材料成本差异较大。门窗的材料主要包括型材、玻璃和五金，型材的壁厚、规格，玻璃的层数、能效，五金件的耐用性等均有区别，更好的窗户往往用料更扎实，成本价也相对更高。根据我们测算，塑钢窗的单位成本约 237 元/平方米，铝合金单位成本约 429 元/平方米，断桥隔热铝合金单价约 599 元/平方米。成本的主要差异来自不同的型材选择，不同的玻璃配置以及不同的五金件。

图表 21. 不同类型窗户成本价差异较大

	型材价格 (元/kg)	玻璃价格 (元/平方米)	五金件价格 (元/套)	成本价测算 (元/平米)
塑钢窗	11.70	68.00	79.70	237.18
材料品牌	兴发铝业	南玻	坚朗	
类型	双色共挤塑钢型材	6 毫米单层钢化玻璃	平开窗五金配件	
普通铝合金窗	23.10	148.00	79.70	428.66
材料品牌	亚洲铝业	南玻	坚朗	
类型	铝合金型材	5 高透光 Low-E+12A+5	平开窗五金配件	
断桥隔热铝合金窗	32.30	158.00	120.00	599.14
材料品牌	亚洲铝业	南玻	坚朗	
类型	断桥铝合金	6Low-E+12A+6	断桥窗五金配件	

资料来源：筑享网，中银证券

注：成本价=型材单价*单平型材米数*单米价格+单平玻璃价格+整套五金件价格，仅考虑材料成本。

系统门窗用料更扎实

材料和设计共同影响门窗的性能。系统门窗使用的性能主要由系统的设计以及材料决定。系统门窗主要的材料包括型材、五金、玻璃、胶条四大类。铝型材的决定门窗整体强度、重量以及隔热性能。五金是门窗最脆弱的零件，决定门窗整体的使用寿命。玻璃决定门窗的保温、隔热、隔音等性能。胶条密封是否扎实也对系统门窗的气密、水密性能产生影响。各材料整体是否能够高效配合，则需要系统的设计。系统门窗的设计以及各个型材的性能就像“木桶理论”，共同决定门窗性能的上限，其中一块出了问题就会成为门窗的“短板”。

图表 22. 系统门窗用料更扎实

系统门窗	高性能的系统组合	使用寿命更长	能耗低，返修率低	
型材	6063-T6等强度更高的铝型材	更宽的隔热条	一体式角码/双侧注胶	优秀的喷涂材料和表面处理工艺
	腔体填充保温材料	拼装精度要求更高		
五金	自主研发或一线品牌	承重能力等要求更高	更多窗锁点	辅助功能的五金件
玻璃	采用2+1或3+2的规格	中空玻璃内可加气体		
胶条	三道密封胶条	差异化研发		

资料来源：中银证券

1.较长的隔热条和腔体填充材料使得型材具有更好的保温隔热性能。普通铝合金门窗多采用普通铝合金型材，铝合金的热桥作用往往造成室内外的热量传递效率很高，不仅造成能源浪费，也不符合国家的节能目标。系统门窗中的隔热条能够降低铝合金型材的热桥作用，阻隔铝型材由室内到室外的热传递，提高门窗的保温性能。在腔体中加入填充材料能够更有效地降低能耗，提升保温、隔声等性能。隔热条、填充材料等以及更多的加工工序使得系统门窗的型材价格远高于普通铝合金门窗。

图表 23. 系统门窗型材界面



资料来源：贝克洛官网，中银证券

图表 24. 普通铝合金门窗型材界面



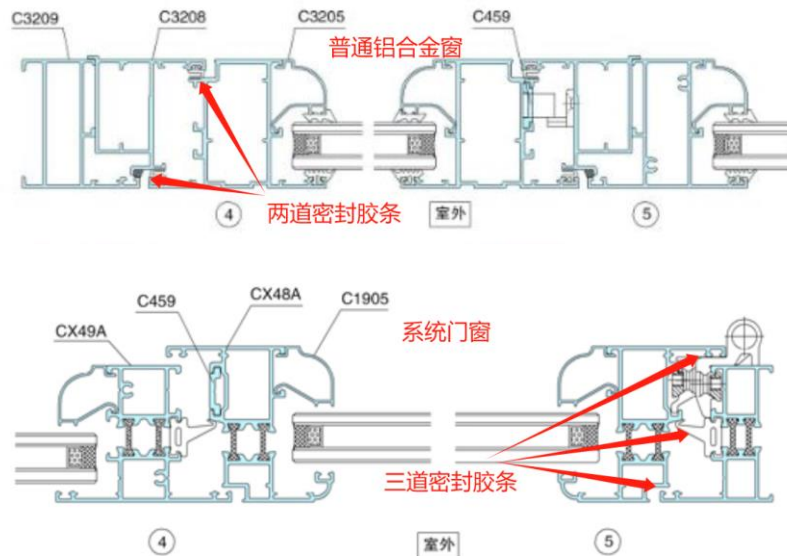
资料来源：兴发铝业官网，中银证券

2.“3+2”的玻璃规格、更厚的玻璃以及中空气体等加强了门窗的保温和隔声性能。普通的铝合金门窗多选择单层玻璃或者中空玻璃，限制了门窗的性能。系统门窗通常采用三层玻璃加两层空气层，玻璃更厚的中空玻璃或者玻璃中间填充氩气等的高规格和高性能玻璃，更厚的玻璃和中间的气体层有效阻止了热量和声音的传递。

3.系统设计，系统研发或定制采购的五金件决定了系统门窗的稳定性。五金件包括门窗扇与型材的连接部分、包括把手等需要移动的机械结构。其优劣好坏直接关系到系统门窗的实用性和耐久性。窗户的滑撑不仅需要承受窗户开启时，窗户的重量还需要经历多次开启造成的磨损。系统门窗采用承重能力更强，更耐磨损的五金件。多出普通铝合金门窗的锁点、通风器、儿童锁、微通风全半开配件、防坠落五金配件等来保证整个系统的稳定。

4.三道密封胶条有效提高门窗的气密性和水密性。保证气密性是保证建筑节能的重要措施，系统门窗采用三道经过系统研发的密封胶条使门窗达到更好的气密、水密、隔音、隔热和抗风压性能。普通铝合金门窗的技术标准更低，性能更差，通常设置两道密封胶条。铝合金系统窗厂家采用三道密封胶条，以保证更好的水密气密要求。因此，系统窗比普通窗需要更多密封胶条，也会造成整窗成本的增加。

图表 25. 普通铝合金门窗和系统门窗密封胶条对比



资料来源：兴发铝业官网，中银证券

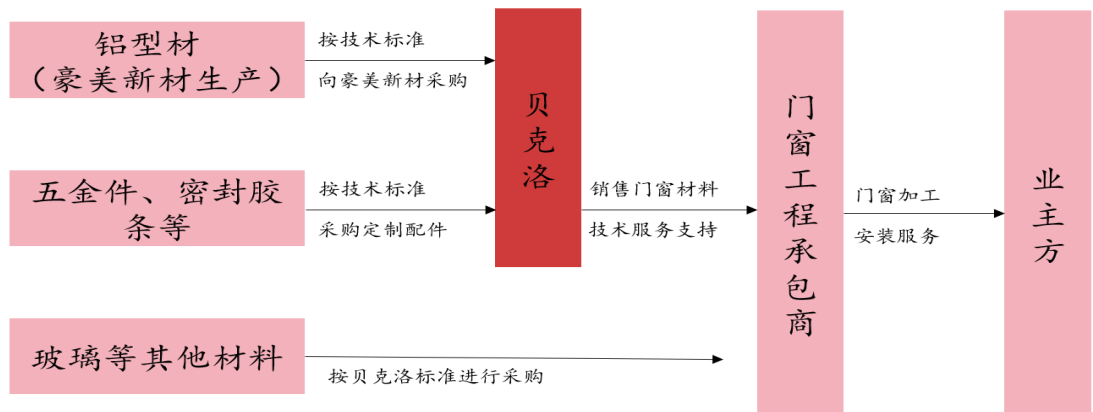
贝克洛：先发优势，BC 兼顾迎快速增长期

一、最早的一批系统门窗企业，品牌效应较好。豪美新材的全资子公司广东幕墙门窗系统有限公司在 2009 年成立并在当年推出了第一代的系统门窗产品。贝克洛是国内较早进入系统门窗行业的企业之一，形成了多样的产品库，已经具备一定品牌效应。贝克洛在 2014 年被中国建筑金属结构协会评为中国建筑门窗幕墙科技产业化应用基地，2016-2019 年连续被中国房地产业协会评为“中国房地产开发企业 500 强铝合金系统窗类首选供应商品牌”、被中国建筑金属结构协会铝门窗幕墙委员会评选为“门窗十大首选品牌”，拥有较高的市场认知度。

二、技术实力雄厚，参与行业标准制定。贝克洛建立了全球优越的系统门窗技术应用中心及门窗研发与检测基地，经过持续的研发投入，已形成多项国际先进水平的科技成果。其中，“高性能节能安全铝合金系统外开窗研发与产业化”、“阶梯型双腔三道密封平开铝合金窗系统”两项科技成果经鉴定达到国际先进水平。贝克洛及其子公司科建装饰多年来对各系统门窗材料部件及结构设计进行了大量的测试、研发及设计积累，形成了核心技术和大量技术储备，并为我国《建筑系统门窗技术导则》的编写单位之一，为系统门窗整体性能的持续提升奠定了基础。

三、B 端窗厂合作，规避风险加速布局。贝克洛面向国内工程客户的业务模式不涉及成品窗的生产加工，而是向国内工程客户销售整套系统门窗材料，由国内工程客户将整套系统门窗材料加工为成品窗，并负责房地产项目的现场安装工作。在 B 端模式中，公司主要为门窗加工厂的工程客户提供系统门窗定制化方案，并向其销售铝型材、五金、胶条等整套门窗系统材料，并不直接对接地产商。公司在 B 端业务的价值环节主要是研发设计及方案定制、模块化采购体系、系统材料销售以及技术服务支持。

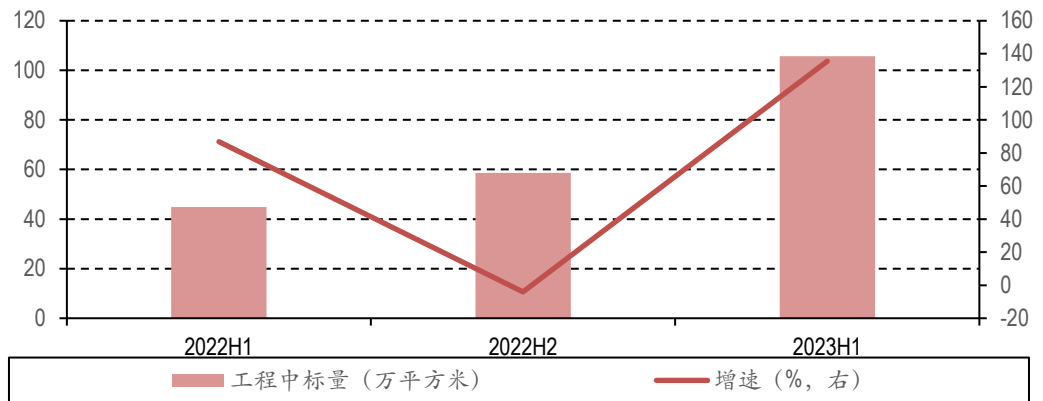
图表 26. 贝克洛 B 端销售模式示意图



资料来源：公司招股书，中银证券

工程端订单快速增长，工程端有望贡献业绩增量。根据公司公告，2023 年上半年贝克洛系统门窗业务工程中标量 105.68 万平方米，同比增长 135.57%，与 2022 年全年工程中标量基本持平。其中一季度中标 30.29 万平方米，同比增长 481.38%；二季度中标 75.39 万平方米，同比增长 90.14%。工程订单增长较快。这说明公司轻资产运营的工程端业务模式已经基本验证成功，贝克洛在全国各地开拓门窗厂的经营模式已走上正轨。

图表 27. 工程端订单增长较快



资料来源：公司公告，中银证券

1.工程端重设计，重研发，重检测，轻制造。工程端业务贝克洛门窗具有全国领先的门窗技术，在线国家专利达到 131 项。贝克洛总部基地拥有多个门窗检测区域，包括门窗加侧区、构件检测区、门窗节能效果实测区和门窗风暴模拟实测区等，能够检测门窗的具体性能和效果。公司的多种检验设备保证了出厂的门窗都能够达到标准并保持优异的性能，包括建筑门窗气密、水密、抗风压性能试验机、门窗启闭耐久试验机、建筑门窗保温性能检测室、建筑门窗保温性能检测室、建筑门窗隔声性能检测室、臭氧氧化试验箱、氙灯耐候老化试验箱等。

图表 28. 贝克洛门窗专利成果

专利成果

贝克洛门窗具有全国领先的门窗技术，在线国家专利多达131项



资料来源：贝克洛官网，中银证券

图表 29. 贝克洛检测区和检测设备



资料来源：贝克洛官网，中银证券

2.轻资产运营，锁定门窗厂，发展较快。贝克洛 B 端的商业模式一方面规避了地产工程的应收账款问题，另一方面能够实现轻资产快速运营。地产下行已经加速出清了一部分门窗厂，留下来的门窗厂往往抗风险能力更强且具备一定规模。贝克洛把握核心的门窗厂群体后，能够减少整窗制造，专注研发检验与设计，可以较快实现工程端业务扩张。

3.精装修升级的项目或更容易去化。地产正由过去的高周转模式向高质量模式转型。我们预计在高周转模式结束后，质量占优的楼盘或更受购房者喜爱，去化更容易。因此采用更高标准的精装修，使用更优质的装修材料，增加精装修房屋样板设计方案或将是地产商加速去化商品房的重要举措。在这样的趋势下，系统门窗所代表的性能更优、寿命更长、显著改善居住体验的装修材料或能够加速提高渗透率。贝克洛工程端有望把握这一趋势，提速增长。

4.施工现场取样复验的机制，工程端门窗施工标准提高。根据上海住建委发布的《上海市超低能耗建筑技术导则（试行）》，门窗进入项目施工现场时需要进行二次验收，在现场对门窗进行取样检测。门窗的质量要求不断提高，二次的检测和验收对于门窗厂商和材料供应商提出了更多的挑战。建筑项目鼓励使用高性能和节能的门窗，对于经过认证的门窗可以采用直接认可的方式。系统门窗在拥有保温隔热性能优秀和高性能的同时，也因为其系统的设计和高标准的材料带来的高质量。

财政补贴激励地产商提高商品房保温节能标准。上海市对于超低能耗建筑采取了一系列的政策支持。对符合相关要求的超低能耗建筑示范项目，按照相关扶持政策给予财政补贴。上海市对于符合相关技术要求并且经审核通过的超低能耗建筑项目增速 3%容积率：即外墙面积可不计入容积率，但其建筑面积最高不超过总计容建筑面积的 3%。超低能耗住宅和公建项目的外窗传热系数参考值 $\leq 1.4 \text{ W/(m}^2\cdot\text{K)}$ ，约束值 $\leq 1.8 \text{ W/(m}^2\cdot\text{K)}$ ，对于外窗的气密性要求是不宜小于 8 级。为了获得容积率的优惠，地产商有动力主动提高商品房保温节能水平，从而提高门窗的标准。

图表 30. 超低能耗建筑项目的门窗要求

门窗项目	具体要求
外窗（或透光幕墙）传热系数 $\text{W/(m}^2\cdot\text{K)}$	住宅项目的参考值 ≤ 1.4 ，约束值 ≤ 1.8 ；公建项目的参考值 ≤ 1.4 ，约束值 ≤ 1.8
外窗气密性要求	不宜小于 8 级

资料来源：上海住建委：《上海市超低能耗建筑技术导则（试行）》，中银证券

5.百强地产首选率占优，证明门窗工程实力。根据优采云的数据显示，贝克洛系统门窗排在 2023 年度房建供应链首选品牌中系统门窗类的第三名，仅次于德国的旭格和日本的 YKK AP，居国产系统门窗前列。

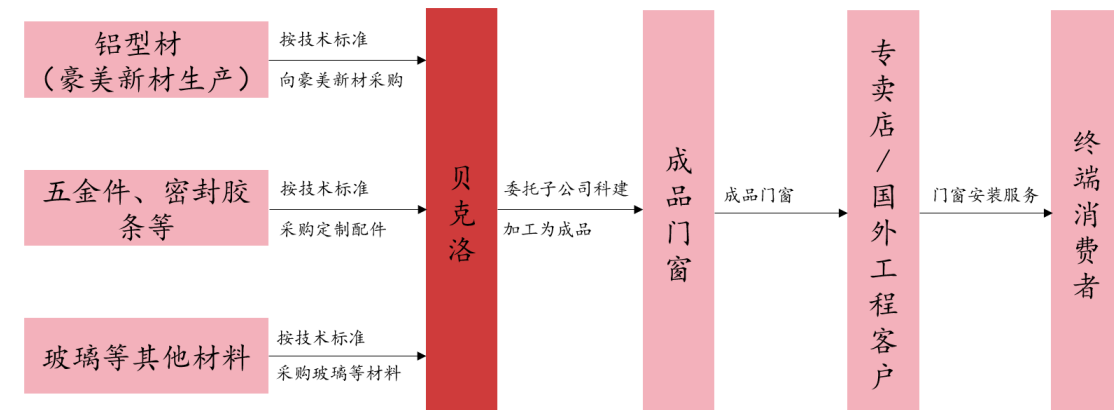
图表 31. 贝克洛门窗是 2023 年度系统门窗首选品牌第三

排名	公司	首选率(%)
1	SCHÜCO 旭格	20
2	YKK AP YKK	18
3	Bucalu 贝克洛	15
4	兴发铝材 兴发铝业	15
5	伟业门窗 伟业	10
6	ALUK 阿鲁克	9
7	WICONA 海德鲁	7
8	探见 探见	3
9	赛冠集团 赛冠	3
10	FMI 法米恩	1

资料来源：优采平台，中银证券

四、C 端加快开店，稳抓服务迎接存量更新。对经销零售客户以及国外工程客户，公司采用销售成品窗的模式。具体的方式为贝克洛根据订单组织系统材料的配备，将全套系统材料发送至子公司科建装饰，由科建装饰按照贝克洛的工艺标准规范进行成品窗加工，随后由贝克洛将成套门窗交付给下游经销商或国外工程客户。

图表 32. 贝克洛 C 端销售模式示意图



资料来源：公司招股书，中银证券

门店快速增加，零售有望放量。经过十余年的积淀，2022 年公司加快了系统门窗零售业务的发展。公司在对“贝克洛”品牌、市场定位进行了重新梳理和规划的基础上，通过人才引进等方式强化工程、零售业务团队，加强零售业务渠道的拓展。2022 年，贝克洛开展了多次经销商的招募活动，截至报告期末，各地门店数达到 120 多家。门店的快速扩张有望在 2023 年及以后加速兑现业绩，新店经过一年的转化成为成熟门店后，单店的店效有望提升。

图表 33. 贝克洛沈阳旗舰店



资料来源：贝克洛公众号，中银证券

图表 34. 贝克洛南京店



资料来源：贝克洛公众号，中银证券

贝克洛在可比品牌中具备零售的价格优势。根据皇派家居的回复意见文件，在市场调研网络查询等方式获得的在产品配置、性能相同或相近的铝合金系统窗以及铝包木门窗的官方零售指导价中，贝克洛的固定窗标价为 2280 元/平方米，是五个可比品牌可比产品中最便宜的；活动扇的价格则处于五家品牌中间位置，综合的测算单价处于可比产品的第二名，比较具备价格上的优势。

图表 35. 不同厂商系统门窗价格比较

窗型	品牌名称	产品型号	框体厚度	主要标配参数		官方零售指导价格 (含税)		
				玻璃规格	型材壁厚	固定窗 (元/m²)	活动扇 (元/扇)	测算单价 (元/m²)
单体窗	皇派	塞班海岸 80 内开窗	80mm	5+27A+5	1.8mm	2856	2820	3796
	贝克洛	RW80 内开内倒窗	80mm	5+12A+5	1.8mm	2280	3080	3306.67
	新豪轩	Slim80 内开窗	80mm	5+27A+5	1.6mm	2378	2215	3116.33
	旭格	AWS70.H1 内开内倒窗	70mm	6+12A+6	1.6mm	4030	5450	5846.67
	森鹰	森鹰江南美铝包木空调窗 F86	86.5mm	5L+14A+5+14A+5	1.5mm		3600	

资料来源:《皇派家居: 发行人及保荐机构回复意见 20230809》, 中银证券

注 1: 玻璃规格 5L+14A+5+14A+5 为三玻两腔, 其中 5 代表玻璃厚度为 5mm, L 代表 Low-E, 14A 代表两块玻璃之间的中空间隔为 14mm;

注 2: 测算单价=[固定窗单价*3 (m²) + 活动扇单价*1 (个)]/3 (m²), 各品牌铝合金窗统一按照 3m² 的标准窗 (含 1 个活动扇) 测算。

五、产业一体化, 整体性优势。公司拥有从检测、研发、设计、原材料提供、产品生产到安装的一体化业务, 是全国较早取得建筑门窗幕墙科技产业化应用基地称号的企业。相比起一般从事系统门窗的企业需要外购铝材和委托安装等, 公司拥有更为全面的产业链, 有利于质量把控、原材料供应稳定和提升盈利能力。

汽车用铝：乘轻量化之势而上

汽车轻量化趋势显著

轻量化是解决电车续航焦虑的重要手段，也是油车降低油耗的有效手段。近两年我国新能源汽车销量快速提升，但新能源车的车主仍然有续航里程焦虑和充电焦虑两大焦虑。目前我国新能源汽车主要使用锂电池作为动力，为保证续航能力，往往需要携带数百公斤重的锂电池，导致纯电动汽车较燃油车普遍重 100-250kg。轻量化之后可以一定程度增强续航，缓解里程焦虑。而对于燃油车来说，节能减排的需要也使汽车轻量化重要性日益提升。据中国汽车工业协会实验统计，空载情况下，汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%；整车重量每减少 100kg，其百公里油耗可减低 0.4-1.0L。燃油车面临减排压力，汽车轻量化成为燃油车发展的必然趋势。

新能源车的“三电系统”大量使用铝合金产品。“三电系统”即电池、电驱、电控，是新能源汽车的核心部件，对铝合金材料的使用量大大增加，电池托盘、电池盒、电机壳等部件使用铝材料的比例大大增加，同时对铝材料的性能、结构等方面要求更高，也对铝加工企业的制造工艺和设备水平提出了更高的要求。

轻量化目标较为清晰。根据 2020 年汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》报告，到 2035 年，不同车型的轻量化目标从 15%到 35%不等。近年政策也多次提及汽车轻量化。国务院、中汽协、工信部、发改委等多单位都曾对汽车轻量化做出相对应的要求。

图表 36. 汽车轻量化相关的政策

年份	部门	文件	主要内容
2012	国务院	节能与新能源汽车发展规划	继续推广轻量化材料等节能技术和产品
2015	国务院	中国制造 2025	继续支持轻量化材料等技术的工程化和产业能力
2016	中国汽车工业协会	节能与新能源汽车技术路线图 1.0	强调汽车轻量化，要实现纤维材料在汽车上的大规模应用
2017	工信部、发改委	汽车产业中长期发展规划	突破轻量化材料等产业链短板
2020	中国汽车工业协会	节能与新能源汽车技术路线图 2.0	近期以高强度钢为重点，中期以轻质合金应用体系为方向

资料来源：国务院，发改委，工信部，中国汽车工业协会，中银证券

图表 37. 汽车轻量化整体目标

		2025年	2030年	2035年
总体目标	燃油乘用车	整车轻量化系数降低10%	整车轻量化系数降低18%	整车轻量化系数降低18%
	纯电动乘用车	整车轻量化系数降低15%	整车轻量化系数降低25%	整车轻量化系数降低35%
	载货车	载质量利用系数提高5%	载质量利用系数提高10%	载质量利用系数提高15%
	牵引车	挂率比平均值提高5%	挂率比平均值提高10%	挂率比平均值提高15%
	客车	整车轻量化系数降低5%	整车轻量化系数降低10%	整车轻量化系数降低15%

资料来源：中国汽车工业协会：《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，中银证券

铝合金密度低强度高，是汽车轻量化的理想材料。铝合金具有质轻质优的特点，其密度约为钢材的 30%，使用铝合金替代钢材可有效减轻汽车重量，且强度等各项指标满足替代钢材的需求。近年来，使用铝合金在汽车领域代替钢材，以实现汽车轻量化并达到节能化、环保化效果的趋势日趋明显。据中国能源报，碳纤维复合材料、铝镁合金、先进高强度钢是当前汽车减重探索的主要方向，这三种材料替代当前的主流材料低碳钢，可分别减重 60%、40%、25%。

图表 38. 汽车轻量化实现路径

实现路径	具体内容
材料替代	高强金属 高强度钢板、车用弹簧钢、高强铸铁、粉末冶金材料；用于车身、悬架弹簧、轮毂、连杆
	轻质合金 铸造铝合金、变形铝合金、铝基复材；用于发动机气缸、汽缸盖、活塞、车轮、桥体类部件；车身骨架、发动机散热器、车轮饰件；离合器、制动、变速、转向系统
	纤维复材 玻纤增强复材、碳纤维增强复材；用于仪表盘、保险杠、车身、座椅、动力系统、前盖、行李箱盖
	工程塑料 PP、PVC、ABS、尼龙；
应力设计	采用有限元分析对零部件进行优化设计，使得内部应力均衡 冲压板件贴加强版、冲减重孔、变截面；铸件加筋、挖空、变厚
工艺优化	以铸代锻，同时添加合金，可以增加零件各个性能指标尤其是韧性 以铸代焊，焊接环节产生不必要的材料损耗，精密铸造可以实现对焊接代替
集成部件	从布置上把多个支架集成为一个零件，通过各种优化，使集成化零件的重量大大低于分布的多个零件重量
寿命设计	考核各个部件疲劳强度情况，进行等寿命设计，避免不必要的长寿命造成的耗材，降低重量

资料来源：刘青《汽车轻量化设计的技术路线分析》，应善强等《汽车轻量化技术途径研究》，中银证券

图表 39. 铝具备轻量高强优势

	铝	钢	铜
密度	密度低（2.7g/cm3）	密度较高（7.9g/cm3）	密度较高（8.5-8.9g/cm3）
比强度（强度/密度）高	高	较高	一般
加工性能	加工性能好，可通过挤压生产型材	加工性能一般，必须通过机械加工或焊接才能实现复杂形状	加工性能一般，必须通过机械加工或焊接才能实现复杂形状
耐腐蚀性	难以腐蚀，在空气中自然形成防腐的氧化膜	容易腐蚀	不耐湿、不耐碱、不耐酸

资料来源：公司招股书，中银证券

汽车材料循环利用的要求进一步提高汽车用铝规模。工信部等多部门在 2021 年 6 月印发的《汽车产品生产者责任延伸试点实施方案》中制定了“到 2023 年，……报废汽车再生资源利用水平稳步提升，资源综合利用率达到 75%；汽车绿色供应链体系构建完备，汽车可回收利用率达到 95%，重点部件的再生原料利用比例不低于 5%”的目标，进一步提高了增加铝材料在汽车中使用的必要性。

图表 40. 铝合金材料在车身应用的优点



资料来源：汽车材料网，豪美新材可转债募集书，中银证券

汽车用铝型材空间有望逐步扩大

我们认为汽车轻量化的铝材未来空间较大，空间主要来自新能源车渗透率提升与单车用铝量提升，而汽车的总产销量或仍以较低增速增长。

单车用铝量有望逐渐提升。我们参考国际铝协发布的《中国汽车工业用铝评估报告（2016-2030）》，预计到 2025、2030 年乘用车单车用铝将达到 187.1、242.2 千克，其中燃油车将达到 179.8、222.8 千克，电动车单车用铝将达到 226.8、283.5 千克，混动汽车单车用铝将达到 238.3、265.2 千克。单车用铝的总量将随着汽车轻量化要求的提高而较快增长。

图表 41. 不同车辆单车用铝预测（单位：千克）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
乘用车	110.4	115.9	119.7	129.1	138.6	148.1	157.7	167.4	177.4	187.1	197.3	207.9	219	230.7	242.2
燃油	110.3	115.7	118.7	127.6	136.4	145.2	153.9	162.5	171.2	179.8	188.5	197.2	205.8	214.5	222.8
电动	107.1	117.9	128.4	143	157.9	173.1	188.2	201.9	215.5	226.8	238.1	249.8	261.8	274.2	283.5
混动	147.4	160	179.6	188.8	198.1	206.8	215.5	224.2	232.9	238.3	243.7	239	254.4	259.8	265.2
商用车	76.5	87	99.3	110.9	122.6	133.9	145.1	156.2	165.9	180.1	194.8	209.1	223.6	238.3	253.2
巴士	92.8	92	94.4	101.4	109.3	118.2	128.1	139.1	151.5	165.4	181	198.3	217.7	239.3	263.4
燃油	60.5	62.8	65.3	67.8	70.3	73	75.7	78.6	81.5	84.6	87.9	91.2	94.7	98.3	102.1
新能源	189	196.5	210.1	220.8	232.2	244.5	257.7	271.8	287.1	303.6	321.4	340.6	361.5	384.1	408.7
卡车	73.8	86.4	99.9	112	123.9	135.4	146.7	157.8	167.2	181.4	196	210.1	224.1	238.2	252.3
特种车辆	53.2	58.6	61.6	67.7	74	80.6	87.5	94.8	102.4	110.5	119	128.1	137.6	147.8	158.6
两轮、三轮车	10.4	10.5	10.5	10.5	10.6	10.6	10.7	10.7	10.7	10.8	10.8	10.9	10.9	11	11
燃油	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
电动	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6	9.7	9.8	9.9	10	10.1	10.1	10.2	10.3	10.4

资料来源：国际铝协：《中国汽车工业用铝评估报告（2016-2030）》，中银证券

汽车总量相对稳定，新能源车渗透率仍保持快速提升态势。根据中汽协数据，2022 年我国汽车销量合计 2,684.9 万辆，同比增长 2.3%；其中乘用车 2,354 万辆，同比增长 9.7%；新能源车销量 687.2 万辆，同比增长 96.0%，新能源车的销量渗透率已经提高到 25.6%，同比增长 12.2pct。我们预计未来 5-10 年汽车销量总量将保持低数量小幅增长，而新能源车仍将有望保持一定的增长。

汽车轻量化铝材料空间较大。我们按照新能源车继续增长但增速逐渐放缓，汽车总销量低增速增长，单车用铝量参考国际铝协的预测，铝型材单价参考豪美新材的招股书和可转债募集说明书，并预计未来铝单价小幅增长。在此假设下，我们测算 2023 年汽车轻量化铝型材的市场空间约 1284 亿元，而到 2030 年市场空间将扩大到 2000 亿元左右，市场空间的整体复合增速有望在 7.4% 左右。

图表 42. 汽车轻量化铝型材空间测算

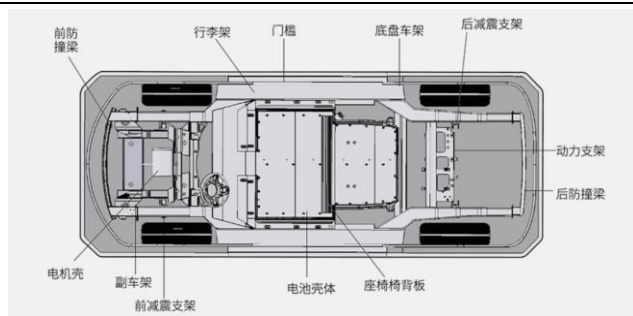
	2019	202	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
汽车销量：万辆	2,575.4	2,528.2	2,625.0	2,684.9	2,821.8	2,850.0	2,878.5	2,907.3	2,936.4	2,965.8	2,995.4	3,025.4
YOY(%)	(8.2)	(1.8)	3.8	2.3	5.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
新能源车销量：万辆	120.6	132.1	350.7	687.2	893.4	1,054.2	1,191.2	1,310.3	1,441.4	1,542.3	1,650.2	1,765.7
YOY(%)	(3.3)	9.5	165.5	96.0	30	18	13	10	10	7	7	7
传统车销量：万辆	2,454.8	2,396.1	2,274.3	1,997.7	1,928.5	1,795.9	1,687.3	1,597.0	1,495.0	1,423.5	1,345.2	1,259.7
YOY(%)		(2.4)	(5.1)	(12.2)	(3.5)	(6.9)	(6.0)	(5.4)	(6.4)	(4.8)	(5.5)	(6.4)
新能源车单车用铝：KG	188.8	198.1	206.8	215.5	224.2	232.9	238.3	243.7	239.0	254.4	259.8	265.2
传统车单车用铝：KG	127.6	136.4	145.2	153.9	162.5	171.2	179.8	188.5	197.2	205.8	214.5	222.8
汽车用铝型材单价：												
万元/吨	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7
新能源车轻量化市场												
规模：亿元	56.9	65.4	181.3	370.2	500.7	638.3	738.0	830.2	930.1	1059.3	1157.6	1264.3
传统车轻量化市场												
规模：亿元	783.1	817.1	825.6	768.6	783.4	799.4	788.8	782.7	796.0	791.0	779.1	757.8
汽车轻量化市场规												
模：亿元	840.0	882.5	1,006.9	1,138.8	1,284.2	1,437.7	1,526.8	1,612.9	1,726.1	1,850.3	1,936.6	2,022.1

资料来源：国际铝协：《中国汽车工业用铝评估报告（2016-2030）》，豪美新材招股书，豪美新材可转债募集说明书，中银证券测算

豪美新材汽车轻量化具备竞争力，产能加速增长

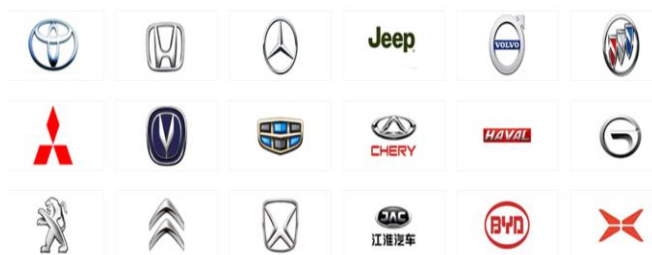
豪美新材的汽车轻量化产品丰富，已进入多家汽车厂商供应链。豪美新材的汽车轻量化铝合金产品包括电池托盘、防撞梁、副车架、电机部件、减震支架、动力托架等 10 余种产品，取得了包括奔驰、宝马、丰田、本田等一线外资、合资品牌，比亚迪、广汽、长城、吉利等自主品牌，小鹏、蔚来等造车新势力的 240 多个铝合金材料及部件项目定点，向 30 多家汽车零部件一级供应商提供铝合金材料和部件，是华南地区最具规模的汽车轻量化铝基新材料企业。

图表 43. 豪美新材汽车轻量化产品



资料来源：豪美新材官网，中银证券

图表 44. 豪美新材轻量化产品下游部分汽车客户



资料来源：豪美新材官网，中银证券

图表 45. 豪美新材主要汽车轻量化产品



资料来源：豪美新材官网，中银证券

加强汽车轻量化用铝研发巩固优势。公司建设了轻质高强铝合金材料适配系统和数据信息库，可以为客户提供从材料开发到产品应用解决方案的综合服务，为下游企业搭建铝基轻量化材料产品开发和平台。公司加强汽车轻量化相关应用和研发，先后开发出了乘用车结构用高性能铝合金及型材制备技术（荣获广东省科技进步一等奖）、高强高淬透新型 7 系铝合金及其制备工艺技术、2 系 7 系等高端合金成分熔炼、铸造、挤压及热处理等核心技术，是国内少数能批量加工车用 7 系铝挤压合金的企业，达到了国际先进或国内领先水平。

7 系铝合金性能优异，6 系合金在汽车上使用最为广泛。目前常使用的铝合金按照不同的合金元素以及拥有的不同性能可分为 1-9 系铝合金。根据汽车材料网的调查，当前使用在汽车上最为广泛的是 6 系铝合金。而 7 系铝合金材料性能更好，通常应用在航空方面。豪美新材是较早开发出 7 系高强铝合金防撞材料的厂商，其研发的 7003 防撞梁总成开发已实现规模化销售，能够有效提升产品性能，保持公司轻量化铝型材市场占有率。

图表 46. 1-7 系铝合金产品概览

	主要合金元素	代表牌号	适用范围	优势	劣势
1 系	高纯铝 (99%+)	1060、1080、1100 等	科学试验、化学工业等	生产过程单一、便宜、焊接性能好	不可热处理强化
2 系	铜 (3-5%)	2017、2024 等	航空工业、螺丝等	强度高、可热处理强化	晶间腐蚀倾向严重
3 系	锰 (1-1.5%)	3003、3004、3005 等	导油无缝管、易拉罐等	耐腐蚀、焊接性能好、塑性好	不可热处理强化、强度低
4 系	硅 (4.5-6%)	4004、4032、4043 等	焊接材料	熔点低、溶体流动性好	
5 系	镁 (3-5%)	5052、5083、5754	罐料、防弹衣等	密度低、抗拉强度高、延伸率好	不可热处理强化
6 系	镁、硅	6061、6063	汽车车身等零部件	耐腐蚀性能好，焊接性能好，工艺性能好、氧化着色性能好	
7 系	锌、镁、铜	7003、7050、7075 等	航空方面	焊接性能好，强度高，可热处理	挤压速度慢

资料来源：热处理生态圈，中银证券

图表 47. 豪美新材防撞梁产品的技术要求

合金	常用状态	壁厚/mm	力学性能要求（不小于）		
			抗拉强度 Rm/Mpa	屈服强度 RP0.2/Mpa	断后伸长率 A50/%
6063	T6	1.5-2.5	≥200	180-220	10
6061	T6	1.8-5.0	≥300	280-320	10
6082	T6	1.8-5.0	≥320	≥300	12
7003	T5	1.8-5.0	≥370	≥340	12
7046	T5	2.2-5.0	≥420	370-430	10
7H46	T5	2.2-5.0	≥500	470-530	10

资料来源：豪美新材官网，中银证券

可转债募集项目变更，加快汽车产能布局。2022 年公司发行可转债，共募集资金 8.24 亿元，分别用于高端工业铝型材扩产、系统门窗幕墙生产基地建设、营销运营中心及信息化建设项目以及补充流动资金。2023 年 3 月，由于公司经营模式变化，系统门窗工程业务由公司合作的门窗厂负责加工成品窗完成产品交付，公司将原募投项目的系统门窗幕墙生产基地建设项目转变为“年产 2 万吨铝合金型材及 200 万套部件深加工技术改造项目”，预计使用资金 2.2 亿元。我们预计公司轻量化顺利投产后，有望进一步增强在汽车轻量化铝材料的领先优势，巩固与汽车一级供应商的合作关系，甚至有望突破产品体系，寻求成为一级供应商的可能性。

图表 48. 年产 2 万吨铝合金型材及 200 万套部件深加工技术改造项目基本情况

公告日期	2023-03-03
实施主体	全资子公司精美特材、清远市天堃工程管理有限公司
实施地点	清远市清远高新技术开发区源潭镇银英公路 12 号
建设周期	12 个月
建设内容	挤压生产线 4 条（含挤压机、在线淬火、牵引机、冷床、锯切机等） CNC 加工机床等部件加工设备 180 台/套 年产铝合金型材 2 万吨、部件加工 200 万套
投资计划	总投资 22,000 万元，其中设备投资 16,000 万元，土建、公用工程及其他投资 6,000 万元
经济效益	预计年收入 6 亿元，净利润 4,400 万元

资料来源：公司公告，中银证券

建筑及工业用铝：工程底蕴稳固基本盘

铝型材用途广泛。铝型材能够通过挤压成型的特点大大降低了加工成本，耐腐蚀、轻质化、强度高的特点又使其能够广泛应用在多个领域。在建筑领域，门窗之外，铝型材还可以作为建筑幕墙、支架、室内装饰等一系列用途。在工业领域，铝型材可用于集装箱体、列车主体、自动化设备构件、高压电力用材、通信基站用材等等多个领域。

豪美新材产品已应用于多处重点工程。豪美新材产品已广泛应用于广州塔、深圳平安金融中心、广州东塔、上海环球金融中心、上海世博会中国馆、广州白云机场等国内地标建筑；并应用于阿布扎比国际机场、萨伊德大学、吉隆坡四季酒店、阿联酋克利夫兰医院等多项海外工程。豪美新材的建筑用铝型材应用场景多元，涵盖不同经济阶段的不同国家的核心基建，未来也将进一步受益于全球基建的持续深化。

图表 49. 豪美新材部分工程项目



上海环球金融中心



广州东塔



天津117大厦



广州新电视塔

资料来源：豪美新材官网，中银证券

豪美新材工业用铝逐渐高端化。豪美新材的工业铝产品正逐步从传统的铝模板、车厢板向光伏储能、特高压建设、新能源充电桩等“新基建”领域拓展，并且逐步拓展硬质合金零部件等高端装备相关的需求。在工业用铝型材领域，发行人的铝型材广泛应用于一般及特种集装箱、高压开关、散热器、自动化设备结构件、光伏支架、篷房、绿色铝模板、硬质合金零部件等领域，供应给中集集团、富华机械、珠海丽日、Mounting Systems GmbH 和 SABAF 等海内外客户。

图表 50. 豪美新材部分工业产品



异型材



水冷板



管材



棒材



篷房



散热器

资料来源：豪美新材官网，中银证券

盈利预测和估值

盈利预测

假设 1: 系统门窗业务零售端门店开拓顺利，新店在第二年转化为成熟门店，店效增加；系统门窗业务工程端订单快速增长，逐渐转化为收入增量。

假设 2: 汽车轻量化业务随着新能源车的销量增加以及单车用铝量的增加，销量在近年快速增长，单价则相对平稳提升。

假设 3: 工业、建筑等传统铝型材能够相对平稳发展，在 2023 年恢复正常经营水平后，能够维持中长期收入与利润规模的相对稳定。

假设 4: 毛利率层面，我们预计汽车轻量化业务的毛利率摆脱去年事故的阴霾恢复正常水平；系统门窗的毛利率受工程业务占比提高的影响有所回落，但未来将随新增门店数量的增加而企稳回升；工业及建筑铝材毛利率未来有望保持稳定。

图表 51. 主要业务盈利预测

合计		2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	百万	5,600	5,413	5,838	6,693	7,485
收入增速	%	62.91	(3.34)	7.85	14.65	11.83
毛利润	百万	674	553	730	902	1085
毛利率		12.04	10.21	12.50	13.47	14.50
汽车轻量化						
收入	百万	445	933	1469	2100	2499
收入增速	%	164.00	109.84	57.42	43.00	19.00
毛利	百万	73	111	220	315	375
毛利率	%	16.51	11.95	15.00	15.00	15.00
系统门窗销售						
收入	百万	302	325	499	745	1136
收入增速	%	17.06	7.64	114.00	61.00	54.00
毛利	百万	95	103	133	207	328
毛利率	%	31.43	31.59	26.74	27.81	28.87
系统门窗安装						
收入	百万	259.6	132.4	120	60	24
收入增速	%	16.60	(49.00)	(9.30)	(50.00)	(60.00)
毛利	百万	35	6	1	1	0
毛利率	%	13.60	4.70	1	1	0
工业及建筑铝材						
收入	百万	4585	4017	3751	3788	3826
收入增速	%	64.56	(12.38)	(6.63)	1.00	1.00
毛利	百万	470	332	375	379	383
毛利率	%	10	8	10	10	10

资料来源：公司公告，中银证券预测

估值

我们选择旭升集团、云海金属、文灿股份、爱柯迪作为汽车轻量化方向的可比公司，选择森鹰窗业、王力安防、坚朗五金、三棵树、伟星新材作为系统门窗业务的可比公司，选择南山铝业、中国铝业、鑫铂股份作为工业和建筑铝型材的可比公司。通过比较同花顺 iFinD 一致预期，我们发现，对标 2023 年，消费建材企业（对应豪美新材的系统门窗业务）的估值中枢在 30 倍左右，汽车轻量化企业估值中枢在 34 倍左右，铝型材企业则在 13.5 倍左右。

根据上文的盈利预测，我们预计公司 2023-2024 年分别实现归母净利润 1.70、2.69 亿元，对应 PE 分别为 25.8、16.3 倍，首次覆盖，给予 **增持** 评级。

图表 52. 可比公司估值比较

公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率 (X)		
				22A	23E	24E	22A	23E	24E
汽车轻量化									
旭升集团	未有评级	23.71	221.27	0.75	1.00	1.34	31.55	23.70	17.66
宝武镁业	未有评级	19.85	140.62	0.86	0.81	1.42	23.00	24.61	13.95
文灿股份	买入	42.89	113.25	0.90	0.67	1.58	47.67	64.01	27.15
爱柯迪	未有评级	23.80	213.27	0.72	0.94	1.22	32.88	25.38	19.52
平均值							33.78	34.43	19.57
系统门窗									
森鹰窗业	未有评级	30.12	28.55	1.14	1.56	1.89	26.45	19.31	15.96
王力安防	未有评级	10.04	44.13	-0.10	0.46	0.64	(102.67)	21.73	15.74
坚朗五金	未有评级	52.44	168.62	0.20	1.17	1.94	257.19	44.78	27.08
三棵树	未有评级	70.96	373.97	0.63	1.81	2.65	113.49	39.27	26.82
伟星新材	买入	18.56	295.49	0.81	0.93	1.03	22.77	19.94	17.98
平均值							63.45	29.00	20.72
铝型材									
南山铝业	未有评级	3.19	373.50	0.30	0.31	0.35	10.62	10.17	9.25
中国铝业	未有评级	6.38	1,005.41	0.24	0.41	0.51	26.12	15.54	12.44
鑫铂股份	未有评级	35.13	51.61	1.28	2.39	3.51	27.45	14.71	10.01
平均值							21.40	13.47	10.57
豪美新材	增持	18.85	43.88	-0.48	0.73	1.15	(39.38)	25.78	16.33

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券预测

注：文灿股份由中银证券汽车组覆盖，股价截至 2023 年 9 月 25 日，未有评级公司来自 iFinD 一致预期。

风险提示

- 1.新房销售不及预期，系统门窗销售受阻。**我们预计明年及后年新房销量结束下滑，进入中枢波动阶段。如此存量翻新需求在系统门窗销售乃至其他地产后周期消费建材销售中的重要性大大提升。我们相信地产销售经过两到三年的回落，以及政策对销售限制的放松后能够企稳。但如果地产销售仍处于下行阶段，存量翻新的增量低于新房销售下滑的减量，系统门窗的销售或将受阻。
- 2.建筑和工业铝材下滑。**公司建筑和工业铝材附加值相对较低，收入占比较大，我们对其未来做基本持平的预期，若地产下行等其他因素传导到公司的建筑和工业铝型材销售下滑，或对公司产生一定冲击。
- 3.原材料铝价波动。**公司产品以铝为主要原材料，采用成本加成法定价，若铝价快速上涨，成本向下游转嫁或出现受阻。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,600	5,413	5,838	6,693	7,485
营业收入	5,600	5,413	5,838	6,693	7,485
营业成本	4,926	4,860	5,108	5,791	6,399
营业税金及附加	16	22	15	17	19
销售费用	121	145	117	120	135
管理费用	106	116	117	120	135
研发费用	192	186	187	214	240
财务费用	71	111	104	123	129
其他收益	12	28	20	20	20
资产减值损失	0	(49)	(1)	(1)	(1)
信用减值损失	(42)	(41)	(10)	(10)	(10)
资产处置收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	(1)	2	2	2
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	138	(89)	202	318	440
营业外收入	2	4	2	2	2
营业外支出	3	54	3	3	3
利润总额	137	(139)	201	317	439
所得税	(1)	(27)	30	48	66
净利润	138	(112)	171	270	373
少数股东损益	(1)	(1)	1	1	1
归母净利润	139	(111)	170	269	371
EBITDA	292	114	427	584	723
EPS（最新股本摊薄，元）	0.60	(0.48)	0.73	1.15	1.60

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,226	3,306	3,394	4,026	4,272
货币资金	420	462	292	335	374
应收账款	1,324	1,382	1,537	1,810	1,933
应收票据	468	312	529	435	644
存货	637	756	663	946	832
预付账款	130	127	57	168	117
合同资产	126	76	137	104	162
其他流动资产	120	191	179	229	211
非流动资产	1,807	1,970	1,976	1,998	1,991
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,463	1,477	1,472	1,451	1,417
无形资产	260	296	344	386	422
其他长期资产	84	196	160	161	152
资产合计	5,033	5,275	5,370	6,024	6,262
流动负债	2,624	2,017	2,548	2,687	2,899
短期借款	1,706	1,345	1,626	1,861	1,822
应付账款	244	259	309	335	376
其他流动负债	674	414	613	491	701
非流动负债	182	1,070	514	840	606
长期借款	34	190	0	143	0
其他长期负债	148	880	514	697	606
负债合计	2,806	3,087	3,062	3,527	3,505
股本	233	233	233	233	233
少数股东权益	(1)	(3)	(2)	(1)	1
归属母公司股东权益	2,228	2,190	2,309	2,497	2,757
负债和股东权益合计	5,033	5,275	5,370	6,024	6,262

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	138	(112)	171	270	373
折旧摊销	97	120	143	166	176
营运资金变动	(727)	(243)	(12)	(684)	44
其他	160	117	130	106	134
经营活动现金流	(333)	(118)	432	(142)	727
资本支出	(400)	(267)	(175)	(175)	(175)
投资变动	0	0	1	0	0
其他	4	(5)	3	2	2
投资活动现金流	(396)	(271)	(172)	(173)	(173)
银行借款	490	(206)	92	379	(183)
股权融资	(153)	87	(51)	(81)	(112)
其他	(39)	588	(470)	60	(221)
筹资活动现金流	298	470	(430)	358	(515)
净现金流	(431)	81	(170)	43	40

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	62.9	(3.3)	7.9	14.7	11.8
营业利润增长率(%)	18.6	(164.5)	(326.4)	57.6	38.1
归属于母公司净利润增长率(%)	20.0	(180.1)	(252.7)	57.9	38.2
息税前利润增长率(%)	34.8	(103.1)	(4,858.9)	47.5	30.6
息税折旧前利润增长率(%)	36.8	(60.9)	273.3	36.8	23.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	20.0	(180.1)	(252.7)	57.9	38.2
获利能力					
息税前利润率(%)	3.5	(0.1)	4.9	6.3	7.3
营业利润率(%)	2.5	(1.6)	3.5	4.8	5.9
毛利率(%)	12.0	10.2	12.5	13.5	14.5
归母净利润率(%)	2.5	(2.1)	2.9	4.0	5.0
ROE(%)	6.2	(5.1)	7.4	10.8	13.5
ROIC(%)	5.0	(0.1)	5.2	6.3	8.7
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.6	0.9	0.8	0.9	0.7
流动比率	1.2	1.6	1.3	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.1	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	20.0	21.5	20.6	20.8	21.1
费用率					
销售费用率(%)	2.2	2.7	2.0	1.8	1.8
管理费用率(%)	1.9	2.1	2.0	1.8	1.8
研发费用率(%)	3.4	3.4	3.2	3.2	3.2
财务费用率(%)	1.3	2.0	1.8	1.8	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	(0.5)	0.7	1.2	1.6
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.4)	(0.5)	1.9	(0.6)	3.1
每股净资产(最新摊薄)	9.6	9.4	9.9	10.7	11.8
每股股息	0.2	0.0	0.2	0.3	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	31.5	(39.4)	25.8	16.3	11.8
P/B(最新摊薄)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	22.1	52.9	15.7	12.9	9.7
价格/现金流(倍)	(13.2)	(37.2)	10.2	(30.8)	6.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371