

翔楼新材（301160）

深耕汽车零部件领域，推动精冲特钢材料国产替代 增持（首次）

2023 年 09 月 26 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,212	1,311	1,436	1,693
同比	14%	8%	10%	18%
归属母公司净利润（百万元）	141	175	190	221
同比	17%	24%	8%	17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.89	2.34	2.54	2.97
P/E（现价&最新股本摊薄）	18.81	15.18	14.00	11.99

关键词：#产能扩张

投资要点

■ **专注于定制化精密冲压特殊钢材料，已成为国内领先企业：**1) 十余载深耕汽车零部件领域，创业板 IPO 进一步扩大公司规模：公司成立于 2005 年，主要从事定制化精密冲压特钢材料研发、生产及销售。09 年开始进军汽车领域，20 年公司整体市占率为 11%，22 年公司在创业板 IPO 上市，募集资金主要用于年产精密高碳合金钢带 4 万吨项目及研发中心建设项目，目前公司已成为国内领先汽车零部件精冲特钢材料生产企业。2) 公司股权结构清晰，股权激励激发公司经营活力：公司实控人为钱和生先生，持股 28%，2023 年公司实施股权激励，涉及公司董事及高管、核心骨干人员共计 39 人，获授总股本 4% 股票，目标为 2023-25 年需满足相较 2022 年营业收入或净利润增长率分别不低于 25%、30%、35%。3) 公司营收及归母净利润稳健增长，立足汽车零部件精冲材料领域：公司 2016-22 年营收 CAGR 为 23%，2016-22 年归母净利润 CAGR 为 22%。产品以汽车零部件精冲材料为主，工业用精冲材料为辅，2022 年汽车零部件/工业用精冲材料营收分别为 10.3/1.2 亿元，占总营收比重 85.8%/9.8%（yoy+3.7/-0.4pct）。

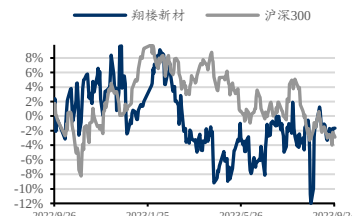
■ **供给有望国产替代，需求应用广泛，看好单车使用量提升空间：**1) 国内部分高端特钢材料产能提升空间较大。我国粗钢产能过剩，2022 年我国重点优特钢企业产量占粗钢产量占比为 13%，相较 2018 年日本 24.5% 特钢占比产能提升空间较大。对比进口高端特钢材料，国内差距主要在尺寸精度不够、力学性能不稳定等方面，未来存在国产替代空间。2) 下游应用广泛，看好汽车单车精冲特钢使用量提升空间。特殊精冲钢材产品可广泛用于汽车、电气、轨交、机械、精密仪器、航空航天 6 大领域。根据公司测算预计 2023 年全球汽车行业精冲特殊钢需求为 205-274 万吨，目前发达国家单车精冲零部件使用量中高出我国 56%，后续增长空间广阔。3) 行业规模稳健增长，细分市场竞争日益激烈。我国精冲钢产量市场产量 2011-20 年 CAGR 为 27.2%，增长稳健，目前行业内部分企业产能持续扩张，竞争日益激烈。

■ **“核心技术国产替代+上游联动+下游稳定”构造核心壁垒：**1) 掌握热处理多项核心工艺技术实现国产替代，产品性能优异：公司掌握热处理工艺核心技术，已实现国产替代，最终产品球化率可达 95%，同时公司产品技术指标与国际精冲金属材料巨头德国威尔斯相近，达到国际一流水平，竞争优势显著，2021 年公司国产替代产品收入占比 47.1%。2) 联动上游产业链，与龙头钢企宝钢股份深度合作，同频共振：2021 年公司在宝钢股份采购比例占比 91%，原材料供应具有稳定保障，同时公司联手上游宝钢共建工作室，合作研发定制化产品，增强合作粘性。3) 突破多家知名汽车零部件厂商客户认证壁垒，合作稳定。汽车零部件认证周期长，多为 1-2 年考察时间，认证后不会轻易更换，目前公司已取得国内外多家知名汽车零部件供应资格。4) 接近满产状态下新产能有望 24 年年底投产，带动规模进一步增长：2019-2022 年公司产能利用率持续维持在 96% 以上，产销比持续保持在 97% 以上，满产同时需求消化良好，伴随未来公司募投产能扩大近 30%，产能释放有望带动公司规模进一步提升。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.3、2.5、3.0 元/股，对应 PE 分别为 15/14/12 倍。基于公司深耕汽车零部件多年、掌握核心技术同时未来产能释放可期，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动风险；经济波动导致下游行业需求不足风险；上游供应商集中度过高带来风险；存货跌价风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.56
一年最低/最高价	31.53/41.20
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	1,473.35
总市值(百万元)	2,655.15

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.46
资产负债率(%，LF)	13.89
总股本(百万股)	74.67
流通 A 股(百万股)	41.43

相关研究

内容目录

1. 专注于定制化精密冲压特殊钢材料，已成为国内领先企业	4
1.1. 十余载深耕汽车零部件领域，创业版 IPO 进一步扩大公司规模	4
1.2. 公司股权结构清晰，股权激励激发公司经营活力	4
1.3. 公司营收及归母净利稳健增长，立足汽车零部件精冲材料领域	5
2. 供给有望国产替代，需求应用广泛，看好单车使用量提升空间	7
2.1. 国内部分高端特钢材料依赖进口，国产替代空间广阔	8
2.2. 下游应用场景广泛，看好汽车单车精冲特钢使用量提升空间	9
2.3. 行业规模稳健增长，细分市场竞争日益激烈	10
3. “核心技术国产替代+上游联动+下游稳定”构造核心壁垒	10
3.1. 掌握热处理多项核心工艺技术实现国产替代，产品性能优异	10
3.2. 联动上游产业链，与龙头钢企宝钢股份深入合作，同频共振	12
3.3. 突破多家知名汽车零部件厂商客户认证壁垒，合作稳定	12
3.4. 接近满产状态下新产能有望 24 年年底投产，带动规模进一步增长	13
4. 盈利预测与估值	14
5. 风险提示	15

图表目录

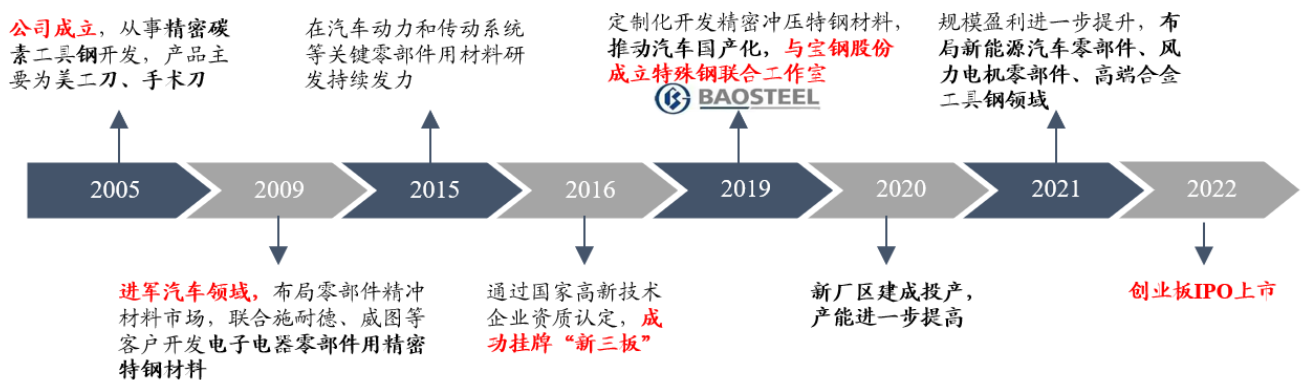
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2023H1 半年报)	4
图 3: 2016-2022 公司营收 (亿元) 及 yoy (%)	6
图 4: 2016-2022 归母净利 (亿元) 及 yoy (%)	6
图 5: 2014-2022 公司销售毛利率及销售净利率 (%)	6
图 6: 2014-2022 年公司 ROE (摊薄) (%)	6
图 7: 公司主营产品.....	7
图 8: 2021-2022 年分产品拆分营收 (百万元)	7
图 9: 2021-2022 年分产品拆分营收占比 (%)	7
图 10: 精冲材料产业链.....	8
图 11: 2004-2022 年我国特钢粗钢产量及 yoy	8
图 12: 2003-2022 年国内重点优特钢企业产量占粗钢产量占比 (%)	8
图 13: 2013-2022 年中国汽车产销量及同比	9
图 14: 2010-2022 年中国新能源汽车销量及同比	9
图 15: 2011-2020 我国精冲钢行业产量 (万吨)	10
图 16: 2019-2021 国产替代产品收入占比情况	12
图 17: 宝钢原料供应情况.....	12
图 18: 汽车零部件厂商资质认证情况.....	13
图 19: 2019-2022 产量、产能及产能利用率	13
图 20: 2019-2022 产销比 (%)	13
表 1: 股票激励计划.....	5
表 2: 激励计划考核要求.....	5
表 3: 特殊精冲钢材下游行业及应用范围.....	9
表 4: 全球汽车行业精冲特殊钢需求量.....	10
表 5: 公司热处理核心技术掌握情况.....	11
表 6: 翔楼新材与威尔斯技术指标对比.....	11
表 7: 公司募集资金使用情况.....	14
表 8: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	14
表 9: 可比公司估值表 (截至 2023 年 9 月 26 日)	15

1. 专注于定制化精密冲压特殊钢材料，已成为国内领先企业

1.1. 十余载深耕汽车零部件领域，创业板 IPO 进一步扩大公司规模

十余载深耕汽车零部件领域，上下游联合研发产品合作共赢。公司成立于 2005 年，主要从事定制化精密冲压特殊钢材料研发、生产及销售。2009 年开始进军汽车领域，专攻零部件精密特钢材料，2019 年与上游宝钢股份联手合作研发特钢产品，2020 年新厂房建成并投产后，公司整体市占率为 11%，2021 年公司整体销量超 12 万吨，总收入突破 10 亿元（yoy+49%），归母净利 1.2 亿元（yoy+77%），公司收入盈利大幅增长。2022 年公司在创业板 IPO 上市，募集资金主要用于年产精密高碳合金钢带 4 万吨项目及研发中心建设项目，进一步扩大公司规模，优化产品结构，目前公司已成为国内领先汽车零部件精密冲压特钢材料生产企业。

图1：公司发展历程

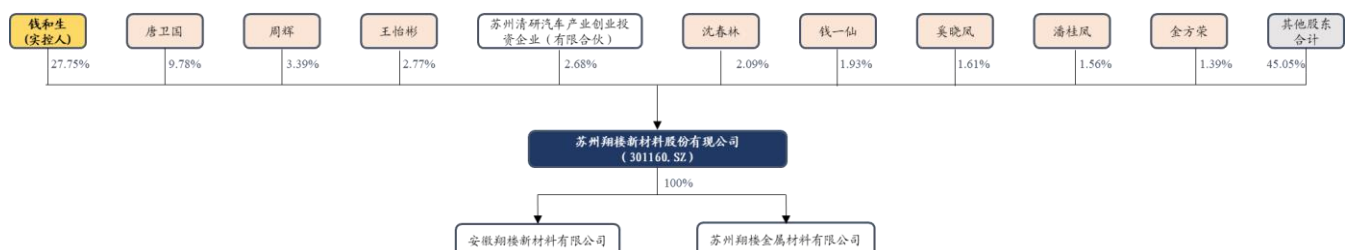


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构清晰，股权激励激发公司经营活力

公司股权结构清晰。截至 2023H1 公司实际控制人为董事长钱和生先生，持股比例为 27.75%。

图2：公司股权结构（截至 2023H1 半年报）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

实施限制性股票激励计划，激发公司经营活力。公司在 2023 年 9 月 1 日通过了限

制性股票激励计划，涉及的激励对象包括公司董事及高级管理人员、核心骨干人员共计 39 人，获授限制性股票共计 300 万股，占总股本 4%。激励计划考核年度为 2023-2025 年，考核目标要求以 2022 年数据为基数，2023-2025 年需满足相较 2022 年营业收入增长率或净利润增长率不低于 25%、30%、35%。

表1：股票激励计划

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占总股本的比例
钱和生	董事长	25	8.33%	0.33%
唐卫国	董事、总经理	25	8.33%	0.33%
周辉	董事、副总经理	25	8.33%	0.33%
张骁	董事、副总经理	15	5.00%	0.20%
钱亚萍	董事	15	5.00%	0.20%
曹菊芬	董事、财务总监	15	5.00%	0.20%
钱雅琴	副总经理、董事会秘书	15	5.00%	0.20%
核心骨干人员 32 人		165	55.00%	2.21%
合计		300	100.00%	4.02%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：激励计划考核要求

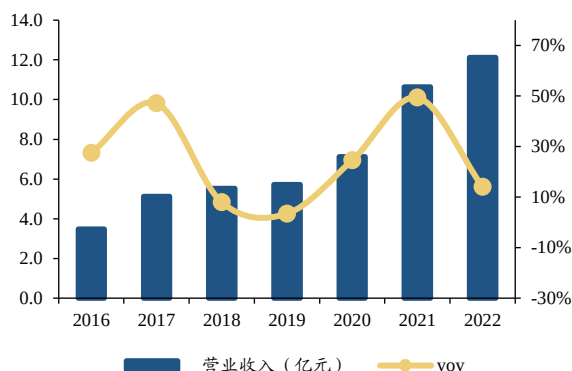
归属期	考核目标
满足下列两个条件之一：	
第一个归属期	1) 以 2022 年营收为基数，2023 年营收增长率不低于 25%； 2) 以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 25%
满足下列两个条件之一：	
第二个归属期	1) 以 2022 年营收为基数，2024 年营收增长率不低于 30%； 2) 以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%
满足下列两个条件之一：	
第三个归属期	1) 以 2022 年营收为基数，2025 年营收增长率不低于 35%； 2) 以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 公司营收及归母净利稳健增长，立足汽车零部件精冲材料领域

公司生产规模不断提升，带动公司营收业绩稳健增长。1) 营收角度来看，公司 2016-2022 年营收从 3.5 亿元增长至 12.1 亿元，CAGR 为 23%，其中 2021 年产量 12.6 万吨，同比增长 29%，带动收入高速增长；2) 业绩角度来看，2016-2022 年归母净利润由 0.4 亿元增长至 1.4 亿元，CAGR 为 22%，整体增速较快。

图3: 2016-2022 公司营收 (亿元) 及 yoy (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

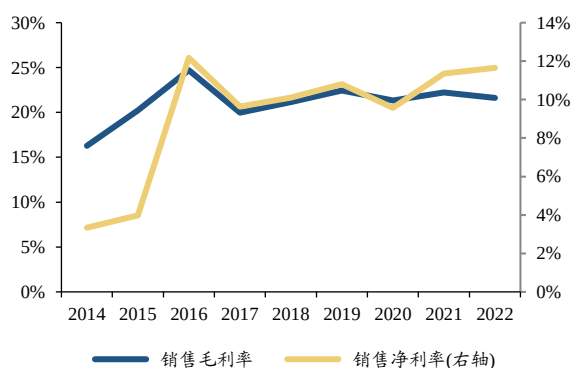
图4: 2016-2022 归母净利润 (亿元) 及 yoy (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

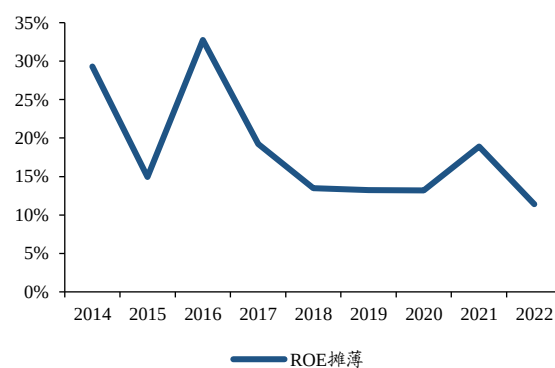
公司盈利能力稳定, 2022 年 ROE(摊薄) 为 11.4%。2014-2022 销售毛利率由 16.28% 上升至 21.60%, 销售净利率由 3.34% 上升至 11.65%。2020 年公司搬入新厂区, 受成本上升影响毛利率出现一定程度下滑, 2021-2022 年公司积极调整磨合, 规模效应逐步显现。从 ROE 角度来看, 2022 年公司 ROE (摊薄) 为 11.4%, 虽短期受募集资金影响有所下滑, 但长期来看公司资金实力增强利于业务下一步推进开展。

图5: 2014-2022 公司销售毛利率及销售净利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

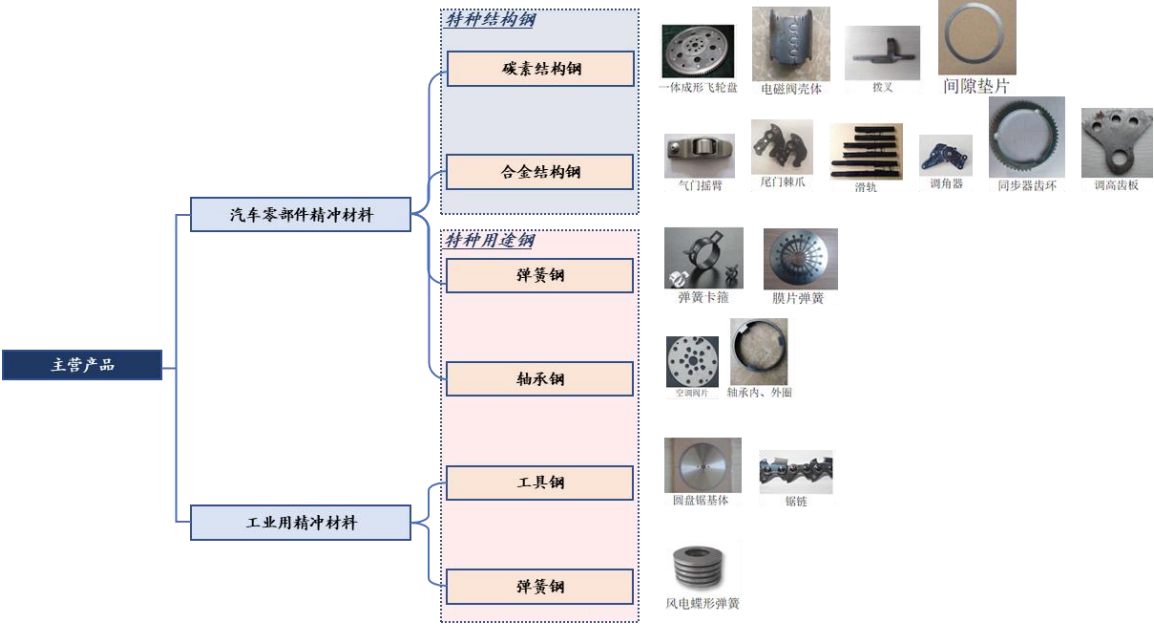
图6: 2014-2022 年公司 ROE (摊薄) (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

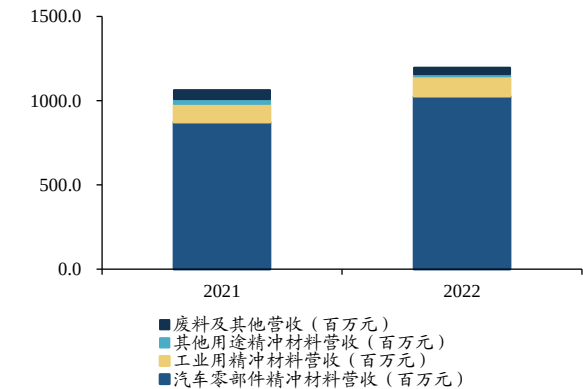
公司产品构成汽车零部件精冲材料为主, 工业用精冲材料为辅。汽车零部件精冲材料可以细分为碳素结构钢、合金结构钢、弹簧钢、轴承钢四种, 工业用精冲材料可以分为工具钢和弹簧钢两种。2022 年汽车零部件精冲材料营收 10.3 亿元 (yoy+17.6%), 占总营收比重 85.8% (yoy+3.7pct), 工业用精冲材料营收 1.2 亿元 (yoy+8.5%), 占总营收比重 9.8% (yoy-0.4pct)。

图7：公司主营产品



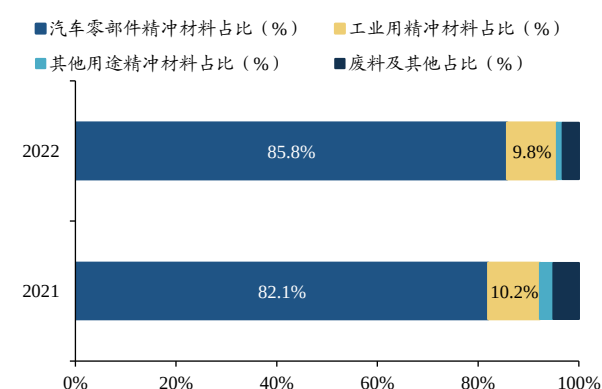
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2021-2022 年分产品拆分营收（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2021-2022 年分产品拆分营收占比（%）

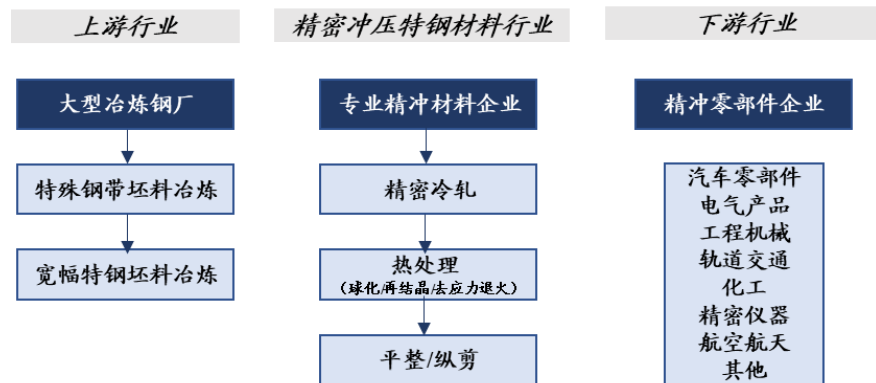


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 供给有望国产替代，需求应用广泛，看好单车使用量提升空间

产业链：精密冲压特殊钢材料上游是炼钢企业，下游客户是精冲零部件企业。公司所处行业为精密冲压特殊钢材料行业，处于产业链中游，上游行业以大型炼钢企业为主，主要提供具备标准化生产产品，中游负责对钢材性能进一步提高，针对下游生产小批量定制化高精度精冲材料，下游是精冲零部件企业，可应用于汽车零部件、电气产品、工程机械等多个领域。

图10：精冲材料产业链

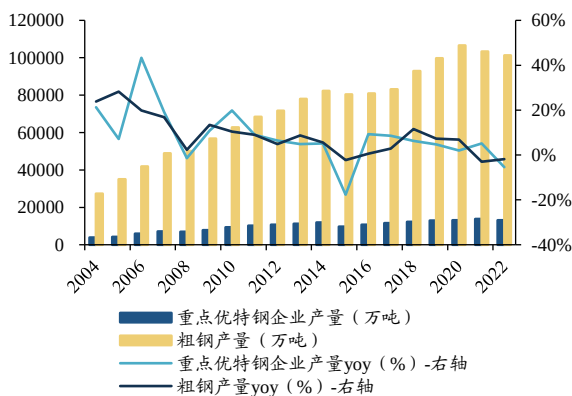


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 国内部分高端特钢材料依赖进口，国产替代空间广阔

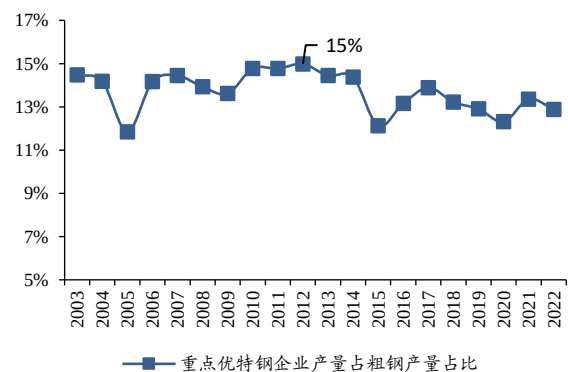
国内部分高端特钢材料产能提升空间较大，存在国产替代空间。我国作为全球粗钢产能最大国家，粗钢产能过剩，然而汽车、重装备、高端航天航空等行业所需的高端特钢材料大多依赖进口，2022 年我国重点优特钢企业产量 13051 万吨（yoy-5%），占粗钢产量占比为 13%，相较 2018 年日本 24.5% 特钢占比产能提升空间较大。对比进口高端特钢材料，国内材料差距主要在尺寸精度不够、力学性能不稳定等方面，导致下游精冲加工及零部件再加工损耗加大，良率和效率会降低，因此我国特钢材料未来将向高质量、高性能发展，存在国产替代空间。

图11：2004-2022 年我国特钢粗钢产量及 yoy



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2003-2022 年国内重点优特钢企业产量占粗钢产量占比 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 下游应用场景广泛，看好汽车单车精冲特钢使用量提升空间

特殊精冲钢材下游应用范围广泛，使用场景多元化。特殊精冲钢材产品可广泛用于汽车、电气、轨交、机械、精密仪器、航空航天 6 大领域，且产品定制化性能较强，往往用作精密零部件，使用场景多元化。

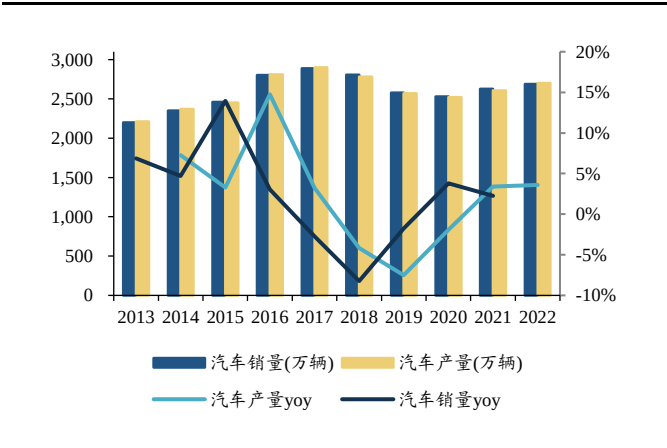
表3：特殊精冲钢材下游行业及应用范围

下游行业	特殊精冲钢材应用范围
汽车零部件	变速箱、发动机、座椅、离合器、汽车安全带、轴承、法兰盘、凸轮盘、各种拨叉、锁扣板、棘轮、刹车蹄片、棘爪齿板等
电气产品	发电机转子、电器开关、阀板、变压器壳体、风电蝶形弹簧、电动工具、开关机构、限位块等
轨道交通	传动齿轮、空调阀片、减震弹簧、座椅、排气法兰等
通用机械	纺织机械、磨床、锯床、链轮传动、阀板、冷却系统等
精密仪器	指针、齿轮传动机构、弹簧、发条等
航空航天	精密齿轮、电器元件、液压作动装置、发射系统等。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

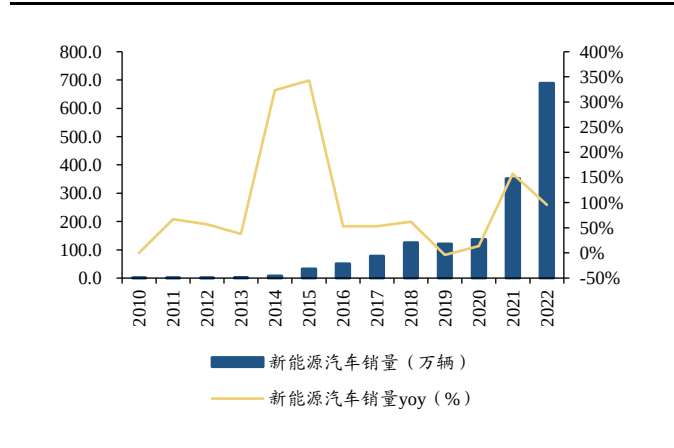
汽车行业 2020 年开始回暖带动行业需求增长。公司产品主要应用于汽车零部件领域，行业需求与下游汽车行业密切相关，而汽车行业与宏观经济发展趋势一致，呈周期波动，从整体来看 2020 年至今汽车销量稳健增长，2022 年中国汽车销量 2686 万辆（yoy+2.2%），同时 2022 年我国新能源汽车销量为 689 万辆，2020-2022 年新能源汽车销量 CAGR 为 124%，发展迅猛，精密冲压特钢材料符合国家支持推进的新能源车中轻量化材料特性要求，产品需求有望伴随新能源汽车产业快速发展持续提升。

图13：2013-2022 年中国汽车产销量及同比



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图14：2010-2022 年中国新能源汽车销量及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

汽车单车精冲特钢材料使用量较发达国家存在明显差距，提升空间显著。根据公司 2023 年 8 月募集说明书申报稿测算，目前我国汽车单车精冲零部件使用量为 12-15kg，

发达国家国家汽车单车用量为 20-22kg，中枢高出我国 56%，预计后续增长空间较大。整体需求来看，根据公司募集说明书测算预计 2023 年汽车行业精冲特殊钢需求量为 205-274 万吨，中枢较 2022 年增长 1.3%。

表4：全球汽车行业精冲特殊钢需求量

汽车行业精冲特殊钢需求量	2022 年	2023 年
精冲零部件单车使用量（kg）	15.00-20.00	15.00-20.00
全球轻型车销量（万辆）	8097.56	8205.78
全球轻型车精冲零部件使用量（万吨）	121.46-161.95	123.09-164.12
材料利用率	60%	60%
汽车行业精冲特殊钢需求量（万吨）	202.44-269.92	205.14-273.53

数据来源：公司募集说明书、东吴证券研究所

2.3. 行业规模稳健增长，细分市场竞争日益激烈

细分市场竞争较为激烈。根据智研咨询显示，我国精冲钢产量市场由 2011 年 10 万吨产量增长至 2020 年 88.6 万吨，CAGR 为 27.2%，稳健增长。目前行业内主要公司为德国威尔斯、德国比尔斯坦、翔楼新材、祝桥金属、浙江荣鑫、滁州宝岛、湖北大帆，其中祝桥金属、浙江荣鑫、滁州宝岛、湖北大帆产品亦较为丰富，销售规模或产值在 1 亿元以上，部分企业产能持续扩张，竞争日益激烈。

图15：2011-2020 我国精冲钢行业产量（万吨）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

3. “核心技术国产替代+上游联动+下游稳定”构造核心壁垒

3.1. 掌握热处理多项核心工艺技术实现国产替代，产品性能优异

公司掌握多项热处理工艺核心技术，产品球化率可达 95%。精密冲压特殊钢材前期研发认证周期需 1-2 年，加工生产环节复杂，其中热处理环节技术壁垒较高，最终产品

一般会要求球化率 > 90%，甚至 > 95%，因此热处理技术对于生产企业来讲至关重要。公司核心优势之一在于掌握多项热处理工艺环节核心技术，实现国产替代，最终产品球化率可达到 95%，竞争优势突出。

表5：公司热处理核心技术掌握情况

工艺环节	核心技术名称	主要内容
热处理	晶间氧化物控制技术	实现对晶间氧化物析出的有效控制，提升材料的使用寿命及耐磨性
	表面脱碳层控制技术	脱碳层深度控制在 10μm 以内
	显微组织柔性控制技术	实现材料显微组织柔性控制，实现特定塑性、韧性以及强度、硬度，满足不同适用场景对材料性能的不同要求
	非相变强化超高强钢生产技术	材料屈服达到 850MPa，同时实现可焊接性能及折弯性能，解决传统连退工艺焊接性能和折弯性能较差且成本高问题
	球化退火均匀性控制技术	产品球化率达到 95%，实现材料球化退火后碳化物呈细粒状均匀分布，保证冲压后零部件剪切面具有较高光洁度，提升下游客户冲压成材率

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司产品性能齐肩国际水平，竞争优势凸显。业内公司主要竞争对手为国际精冲金属材料巨头德国威尔斯集团，其产品质量处于国际高端水平，而公司常见牌号产品相关技术指标与威尔斯相近，达到国际一流水平，竞争优势显著。

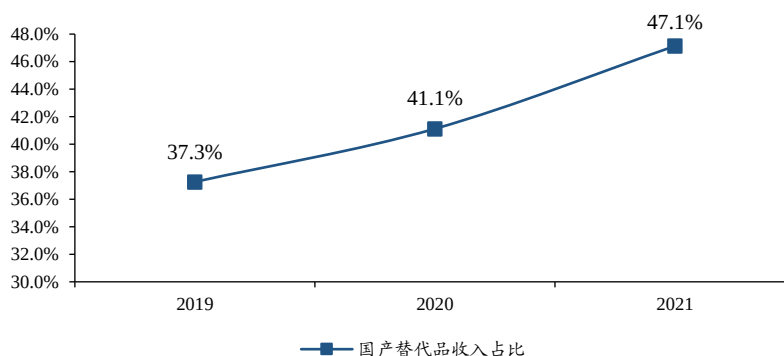
表6：翔楼新材与威尔斯技术指标对比

项目	牌号	威尔斯集团			翔楼新材		
		屈服强度（最大 值，Mpa）	抗拉强度（最大 值，Mpa）	硬度（最大 值，Mpa）	屈服强度（最大 值，Mpa）	抗拉强度（最大 值，Mpa）	硬度（最大 值，Mpa）
球化退火	16MnCr5	325	500	155	265-335	450-505	128-164
	42CrMo4	360	550	171	340-410	510-615	152-201
	51CrV4	380	580	180	355-390	575-630	170-208
	C45E	335	510	158	295-370	465-535	157-166
球化退火-极软化	16MnCr5	265	440	136	225-325	400-450	135-138
	42CrMo4	315	520	161	265-365	520-525	152-201
	51CrV4	330	550	171	325-390	535-570	158-173
	C45E	290	480	149	285-355	480-515	148-151

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

从结果来看，公司国产替代产品市场接受度较高，收入占比持续提升。公司部分产品实现国产替代，广泛用于汽车发动机、离合器系统等核心领域。2019-2021 年国产替代品收入的占比分别为 37.3%、41.1%和 47.1%，呈稳步上升态势，侧面印证公司产品接受度较高。

图16: 2019-2021 国产替代产品收入占比情况

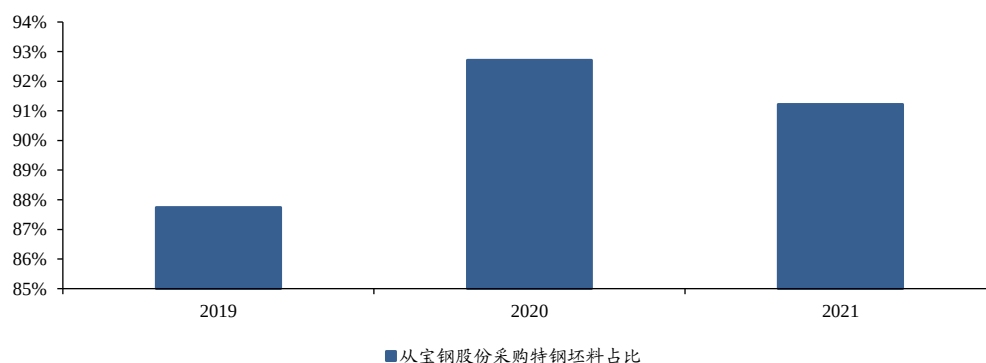


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 联动上游产业链，与龙头钢企宝钢股份深度合作，同频共振

上游原材料供应商为钢企龙头企业，提升原材料采购稳定性。公司的主要原材料为宽幅特钢坯料，原材料供应稳定是保障产品质量、稳定产品产出的关键，公司原材料主要来源为全球碳钢品种最全钢铁企业之一的宝钢股份，能充分保证产品质量与供货稳定。公司在宝钢股份的采购比例在 2019-2021 年依次为 87.7%、92.7%和 91.2%。

图17: 宝钢原料供应情况



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

联手宝钢共建联合工作室，合作研发定制化产品，增强粘性。公司于 2019 年同上游行业龙头企业宝钢股份建立联合工作室，开展对于下游客户产品需求的合作研发，由于公司定制化产品居多，上游提早介入利于上下游高效合作，增强合作粘性。

3.3. 突破多家知名汽车零部件厂商客户认证壁垒，合作稳定

突破多家公司认证壁垒，合作稳定。公司产品主要应用于与汽车安全性能紧密相关部件，因此对于产品替代更为严格谨慎，认证周期长，一般需要 1-2 年考察时间，认证

成本前期较高，但优势在于一旦进入下游客户供应商体系，会形成较强客户壁垒，不会轻易更换。目前公司已经取得国内外多家知名汽车零部件供应商资质认证——慕贝尔、麦格纳、佛吉亚等，产成品广泛应用于宝马、奥迪、捷豹、路虎、大众、丰田等。

图18：汽车零部件厂商资质认证情况

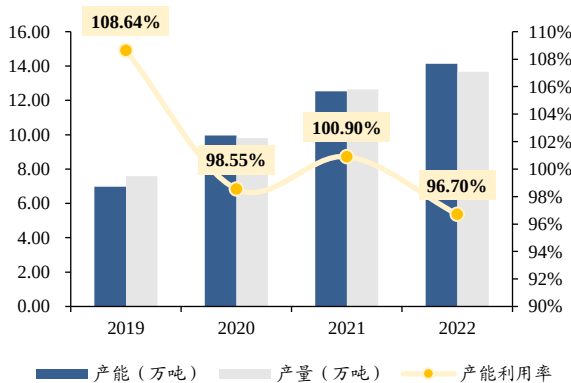


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 接近满产状态下新产能有望 24 年年底投产，带动规模进一步增长

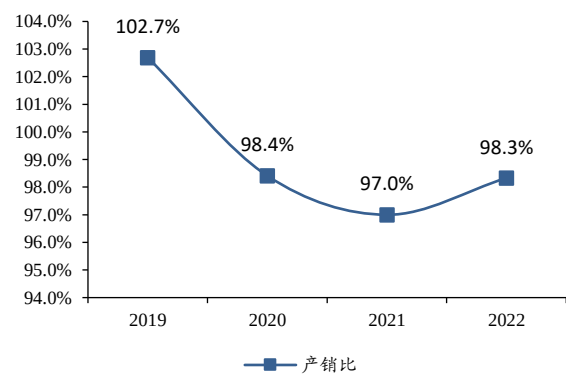
公司近 4 年持续接近满产状态，且需求消化良好。2019-2022 年的产能利用率持续维持在 96% 以上，接近满产状态，同时产销比持续保持在 97% 以上，印证产品需求较为饱满，去化良好。

图19：2019-2022 产量、产能及产能利用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：2019-2022 产销比 (%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：产销比=销量/产量

募投产能扩大近 30%，产能释放有望带动公司规模进一步提升。公司 2020 年开始计划募资 2.2 亿元用于年产精密高碳合金钢带 4 万吨项目，4830 万元用于研发中心建设项目，2022 年将年产精密高碳合金钢带 4 万吨项目投资额由 2.2 亿元增长至 5.2 亿元，募投 4 万吨项目及研发中心预计可使用时间为 2024 年年底，公司产能规模预计将由 2022

年的 14 万吨，在 2025 年提升至 18 万吨，产能扩大 29%，有望进一步带动公司规模及市场占有率提升。

表7：公司募集资金使用情况

项目名称	投资金额 (万元)	项目预计可 使用日期	项目内容
年产精密高碳合金钢带 4 万吨 项目	52150	2024.12	引进先进生产设备，提升公司对超薄规格精密冲压 特殊钢材料的生产能力，优化公司产品结构
研发中心建设项目	4830	2024.12	优化升级公司现有研发平台，提升创造创新力

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设：公司现有产能约为 14 万吨，2025 年若 4 万吨募投项目投产，预计产能有望提升至 18 万吨，带动公司产量上升，过往公司产能基本满产，产销比较高，我们预计近 3 年仍维持需求较好态势并带动销量提升，按产品划分来看，

- 1) 特种结构钢：由于销量基数较大我们预计未来 3 年销量稳增，2023-2025 年特种结构钢销量同比+4%/+2%/+7%，吨价同比稳健增长，特种结构钢收入 2023-2025 为 10/11/13 亿元；
- 2) 特种用途钢：我们预计 2023-2025 年特种用途钢销量同比+10%/+5%/+20%，吨价同比稳健增长，特种用途钢收入 2023-2025 为 2/3/4 亿元；
- 3) 其他业务：我们预计其他业务 2023-2025 年有望维持近年来平均水平，2023-2025 收入为 43/45/42 百万元。

盈利预测：根据以上假设，我们预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 13/14/17 亿元，yoy+8%/10%/18%；公司归母净利润分别为 1.75/1.90/2.21 亿元，yoy+24%/8%/17%。

表8：盈利预测拆分（单位：百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1211.8	1310.9	1436.1	1692.8
yoy	14.0%	8.2%	9.5%	17.9%
特种结构钢	941.7	1021.1	1110.8	1287.5
yoy	12.3%	8.4%	8.8%	15.9%
占比	78.7%	78%	80%	78%
销量（万吨）	11.1	11.5	11.8	12.6
yoy	7.4%	3.6%	2.0%	7.3%
吨价（元/吨）	8449.8	8846.0	9433.9	10191.9
yoy	4.5%	4.7%	6.6%	8.0%

特种用途钢	216.0	247.1	280.2	363.1
yoy	26.9%	14.4%	13.4%	29.6%
占比	18.1%	18.8%	20.1%	22.0%
销量（万吨）	2.3	2.5	2.7	3.2
yoy	21.3%	10%	5%	20%
吨价（元/吨）	9406.2	9782.5	10565.1	11410.3
yoy	4.7%	4%	8%	8%
其他业务	54.2	42.7	45.1	42.2
yoy	0.4%	-21.2%	5.7%	-6.5%
占比	4.5%	3.3%	3.1%	2.5%
营业成本	950	991	1,071	1,246
yoy	13%	4%	8%	16%
毛利率(%)	22%	24%	25%	26%
yoy	1pct	3pct	1pct	1pct
归母净利润	141	175	190	221
yoy	17%	24%	8%	17%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

估值及投资建议：我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.3、2.5、3.0 元/股，对应 PE 分别为 15/14/12 倍。由于目前 A 股上市公司没有主营业务与公司相同公司，我们制定选取标准为：主要产品与部分产品与公司存在相同或相似性，业务符合钢材加工行业特点。根据以上标准，我们选取了同有汽车用钢产品的钢铁行业龙头宝钢股份、主营产品有合金弹簧钢、轴承钢等和公司产品类似的特钢龙头公司中信特钢、以及主要产品为冷轧不锈钢板带，冷轧生产工艺与公司类似的甬金股份进行对比，2023 年平均 PE 为 12 倍，公司 PE 为 15 倍。基于公司深耕汽车零部件多年、掌握核心技术同时未来产能释放可期，首次覆盖，给予“增持”评级。

表9：可比公司估值表（截至 2023 年 9 月 26 日）

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600019.SH	宝钢股份	1,389	6.2	116.5	143.0	160.3	11.9	9.7	8.7
000708.SZ	中信特钢	753	14.9	70.1	79.8	88.5	10.7	9.4	8.5
603995.SH	甬金股份	79	20.8	6.2	8.8	11.6	12.8	9.0	6.9
	平均						11.8	9.4	8.0
301160.SZ	翔楼新材	27	35.6	1.8	1.9	2.2	15.2	14.0	12.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

备注：宝钢股份、中信特钢、甬金股份预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

原材料价格波动：公司主要原材料为热轧宽幅特钢坯料，其占主营业务成本比例较

高，若受到经济形势、相关政策、市场需求等因素影响导致原材料价格上涨，可能导致利润下降。

经济波动导致下游行业需求不足风险：汽车行业伴随经济周期波动，目前地缘政治等因素导致经济不确定性加大，进而导致需求不足风险。

上游供应商集中度过高带来风险：公司前五大供应商采购金额占比超 70%，若供应商无法保障原材料供应，可能对公司原料采购、生产经营产生不利影响。

存货跌价风险：公司存货规模占比较大且周转率低，市场需求发生不利变化可能导致存货跌价，存在风险。

翔楼新材三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,285	1,419	1,856	2,092	营业总收入	1,212	1,311	1,436	1,693
货币资金及交易性金融资产	472	586	951	1,034	营业成本(含金融类)	950	991	1,071	1,247
经营性应收款项	513	534	580	679	税金及附加	5	6	6	7
存货	297	298	325	379	销售费用	16	24	36	51
合同资产	0	0	0	0	管理费用	32	35	40	51
其他流动资产	3	1	0	0	研发费用	43	50	57	71
非流动资产	298	330	328	325	财务费用	6	7	10	14
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	2	3	3
固定资产及使用权资产	216	214	204	193	投资净收益	3	3	3	3
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	25	34	42	49	减值损失	(3)	(3)	(3)	(3)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	163	201	218	255
其他非流动资产	56	82	82	82	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	1,583	1,749	2,184	2,417	利润总额	161	201	218	254
流动负债	321	319	430	414	减:所得税	20	26	28	33
短期借款及一年内到期的非流动负债	148	128	228	178	净利润	141	175	190	222
经营性应付款项	143	157	166	194	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	4	5	6	6	归属母公司净利润	141	175	190	221
其他流动负债	26	29	31	36	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.89	2.34	2.54	2.97
非流动负债	23	32	43	55	EBIT	165	207	228	269
长期借款	19	29	40	51	EBITDA	189	226	248	290
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.60	24.37	25.42	26.36
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	11.65	13.35	13.20	13.08
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	14.00	8.17	9.55	17.88
负债合计	345	351	474	470	归母净利润增长率(%)	17.03	23.95	8.38	16.79
归属母公司股东权益	1,238	1,398	1,710	1,946					
少数股东权益	0	0	0	1					
所有者权益合计	1,238	1,398	1,710	1,947					
负债和股东权益	1,583	1,749	2,184	2,417					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	31	197	160	137	每股净资产(元)	16.58	18.72	22.90	26.07
投资活动现金流	(219)	(132)	(113)	(121)	最新发行在外股份(百万股)	75	75	75	75
筹资活动现金流	460	(36)	205	(54)	ROIC(%)	13.00	12.21	11.25	11.27
现金净增加额	271	30	266	(22)	ROE-摊薄(%)	11.40	12.51	11.09	11.38
折旧和摊销	24	19	20	21	资产负债率(%)	21.78	20.08	21.70	19.44
资本开支	(55)	(25)	(19)	(19)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.81	15.18	14.00	11.99
营运资本变动	(139)	(6)	(64)	(122)	P/B(现价)	2.14	1.90	1.55	1.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>