

翔楼新材 (301160.SZ)

买入 (首次覆盖)

目标价: 45.95 元

新增产能有序投建, 精冲新材料龙头扬帆远航

核心投资亮点

翔楼新材是国内精冲新材料龙头企业, 产品主要用于各类汽车精冲零部件、精密刀具、电气零部件等高端工业领域, 是专精特新领域的隐形冠军。公司在技术工艺、产品质量、客户积累、产能规模等方面积累的优势, 成为公司不断提高竞争力的护城河。为满足不断增长的市场需求, 公司正在有序地推进新的产能建设, 并计划持续加强中高端产品的拓展, 进一步优化产品结构, 助力公司量价齐升, 实现高质量、可持续的增长。

華升证券研究

陈思聪

nelsonchan@cfcg.com.hk

+852 31666842

- 产品技术优势突出, 具备较强的国际竞争力。**公司深耕行业二十余年, 积累了丰富的经验, 技术工艺不断取得突破。目前公司常见产品技术指标已与国际精冲特钢材料巨头威尔斯集团 (拥有近 200 年的历史, 是全球最大的精冲金属材料企业之一) 接近, 达到世界领先水平。工艺技术的优势帮助公司在产业链中具备较强话语权, 产品整体维持较高利润率水平, 公司技术竞争力优势凸显。
- 客户资源优质, 且下游供应链相对封闭, 进入壁垒较高。**公司与慕贝尔、麦格纳、法因图尔、新坐标等多家国内外知名汽车零部件供应商建立了多年稳定的合作关系, 产品已广泛应用于宝马、特斯拉、奔驰、捷豹路虎等国内外整车厂。同时, 主机厂对精冲零部件的质量和稳定性要求较高, 有一套完善且严格的审核体系, 形成了一定的进入门槛。公司长期稳定的客户关系成为公司可持续稳定发展的重要资源。
- 新增产能逐步实现, 业绩增长前景明朗。**安徽工厂一期项目预计于 2025 年陆续投产, 产能达到 4 万吨。随着产能的有序释放和产品应用领域的扩大, 公司的业绩和利润有望持续增长。另外, 公司不断优化产品结构, 特别是工业用及其他用途的精冲材料, 由于前期基数较低, 预计在 2025 年将迎来较高的收入同比增长, 且毛利率有望与汽车产品持平, 公司盈利能力有望提升。
- 目前市场显著低估, 看好长期投资价值, 关注回调配置时机。**选取汽车零部件供应链、专精特新及精冲、冲压属性的上市公司, 发现公司 ROE 显著高于均值, 显示出强于同业的盈利能力; 而估值指标, 如 PE、PB 显著低于行业均值。公司的成长属性及独特的市场价值尚未被充分认识, 股价目前在回调低位, 处于显著被低估的状态, 看好公司长期投资价值, 估值修复和业绩增长空间较大。

	净资产收益率	市盈率 (PE)			市净率 (PB)		
	ROE (2023Q3)	TTM	2024E	2025E	MRQ	2024E	2025E
行业均值	7.53	44.17	13.14	9.77	2.42	1.90	1.61
翔楼新材	10.55	14.53	12.25	9.42	1.90	1.49	1.31

*收盘价于 2024 年 2 月 20 日, 估值预测采用 iFind 一致预期

目标价和评级

公司专注于汽车和工业领域定制化精冲新材料需求, 是细分领域专精特新龙头企业, 具备较强的投资稀缺性。公司 PE (2024E) 为 12.25, 低于行业均值 13.14。考虑到公司所处的汽车行业的高成长性, 以及作为关键材料供应商的平台属性, 有望受益于行业的高增长, 展现出业绩弹性。同时, 公司工艺壁垒、客户壁垒雄厚, 预计将维持强者恒强的竞争优势。随着安徽工厂产能规模的扩大, 公司业绩成长确定性强、增长空间广阔。我们认为公司合理 PE 估值在 17.08 倍 (15.77=行业均值 13.14×1.30, 给予 30%的龙头溢价), 结合

2024 年收入利润预测，对应目标价 45.95 元，给予“买入”评级。

风险提示

1) 下游价格波动导致利润率波动的风险；2) 原材料市场价格波动的风险；3) 市场拓展不及预期的风险。

目录

一、股权激励与增发增强凝聚力，精密冲压新材料龙头扬帆远航	4
1.1 创新引领、品类扩张、管理升级，持续前进的精冲钢龙头	4
1.2 股权结构清晰稳定，公司发展战略明确	5
1.3 高管团队产业经验丰富，股权激励和增发汇聚信心	6
1.1 创新引领、品类扩张、管理升级，持续前进的精冲钢龙头	7
1.2 股权结构清晰稳定，公司发展战略明确	9
1.3 高管团队产业经验丰富，股权激励和增发汇聚信心	10
二、高端制造引领工业发展，精冲材料应用领域持续延展	11
2.1 精冲行业简介	11
2.2 汽车行业景气度高，提振精冲材料国产化需求	14
2.3 国产化率仍低，出海机遇广阔	16
2.4 冲压轴承开启精冲材料应用新场景	17
三、管理、技术、产能三维度构筑翔楼核心竞争优势	19
3.1 产能升级、工艺优化和管理提升推动公司净利率创新高	19
3.2 产品技术优势突出，客户资源稳定且优质	23
3.3 新增产能逐步落地，推动业绩量价齐升	25
四、盈利预测与估值	27
4.1 盈利预测及假设	27
4.2 估值比较	28
4.3 投资建议	29
五、风险提示	29

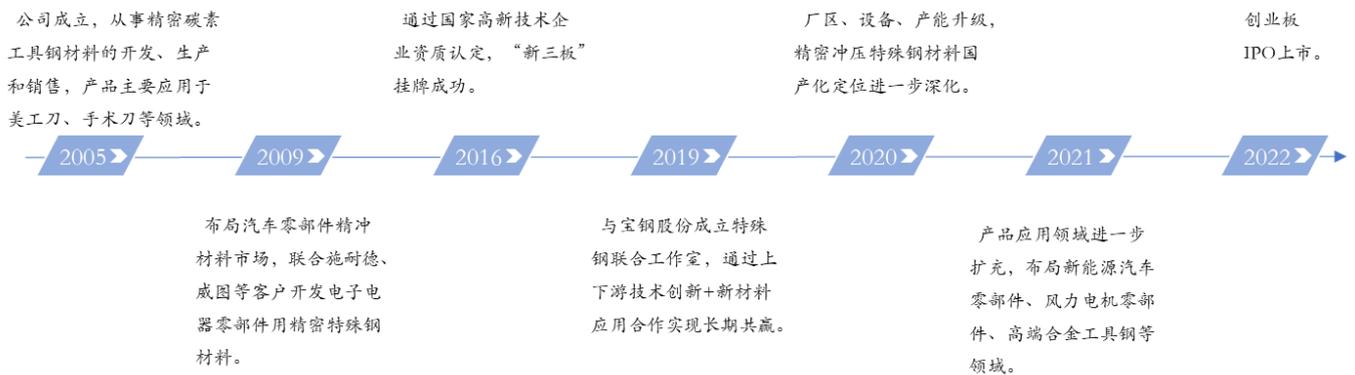
一、股权激励与增发增强凝聚力，精密

冲压新材料龙头扬帆远航

1.1 创新引领、品类扩张、管理升级，持续前进的精冲钢龙头

创新转型持续推进，铸就国内精冲新材料龙头企业。苏州翔楼新材料股份有限公司（简称“翔楼新材”）成立于2005年12月8日。公司主要从事定制化精密冲压特殊钢材的研发、生产和销售，产品包括碳素结构钢、合金结构钢等特种结构钢及弹簧钢、轴承钢、工具钢等特种用途钢。公司产品主要用于各类汽车精冲零部件，应用范围覆盖安全系统、座椅系统、内饰系统、动力系统 etc 结构件及功能件。此外，公司部分产品亦用于轴承、氢能源、风电、电动工具、机械设备、电气零部件等领域。

图：公司发展历程



资料来源：公司官网

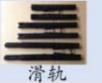
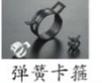
公司发展历经四个阶段：

- 1) 早期积累，初创探索（2005-2008年）：**公司成立于2005年，公司选择先进入精密碳素工具钢材料细分领域，从事精密碳素工具钢材料的开发、生产和销售，产品主要应用于美工刀、手术刀等领域。这一阶段公司初步完成了人才、技术和资金等方面的积累。
- 2) 拥抱市场，积极转型（2009-2015年）：**这一阶段前期，公司管理层敏锐察觉到汽车零部件精冲材料需求快速增长，并充分发挥在精密冲压特殊钢材领域的工艺经验与技术积累，积极布局下游市场；同时，为进一步拓展公司产品应用领域，扩大销售规模，公司联合施耐德、威图等客户开发了电子电器零部件用精密特殊钢材。这一阶段后期，前期的市场和技术铺垫成效逐渐显现，公司先后成功开发出了汽车飞轮盘、发动机气门液压挺柱摇臂体、膜片弹簧、弹簧卡箍用精冲特殊钢材，为下游客户材料国产化需求提供解决方案。
- 3) 耕耘收获，快速成长（2016-2021年）：**公司在完成前期积累和转型后，公司步入快速发展阶段，2021年营业收入相比2015年增长近4倍。与此同时，公司不断深化内功，做大产能、深挖需求、升级技术、强化主业、拓展领域。这一阶段公司完成

产能改造升级，深入发掘客户个性化需求，通过自主研发与联合开发，为客户定制化开发了性能参数更高、工艺难度更大的精密冲压特殊钢材料，并且在做强主业的同时，积极升级技术，通过对国产化进程中的“卡脖子”材料进行研发攻关，逐步拓展高端合金工具钢、医疗用抗菌不锈钢等目前国产化率低的领域。

4) **成功上市，高质量发展**（2022年至今）：2022年6月公司成功登陆创业板在A股上市，与此同时公司将募集资金积极投入产能扩张和产品研发中，其中，安徽工厂一期项目预计于2025年投产，届时初期将有望快速释放4万吨产能，并且该工厂建设标准较高，适用冲压轴承精冲材料、氢能源电池双极板精冲材料等高端品类的生产。另外，公司也在积极优化内功，从管理提升、产品升级、技术优化等方面出发，推动公司毛利率、费用率、净利率等持续向好发展。

图：公司产品介绍

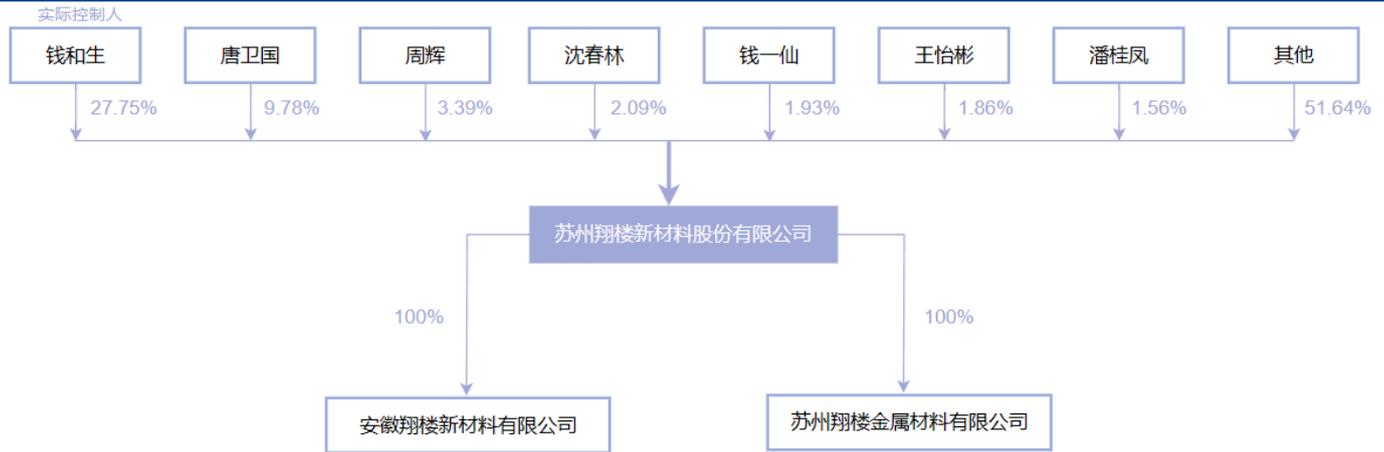
产品类别	应用领域	终端零部件名称
汽车零部件精冲材料	汽车发动机	 一体成形飞轮盘气门摇臂
	新能源汽车	 电磁阀壳体  尾门棘爪
	变速箱	 间隙垫片  拨叉  同步器齿环
	座椅	 滑轨  调角器  调高齿板
	内饰	 弹簧卡箍  空调阀片
	离合器与冲压轴承	 膜片弹簧  轴承内、外圈
工业用精冲材料	刀具、锯链	 圆盘锯基体  锯链
	风电蝶形弹簧	 风电蝶形弹簧

资料来源：公司官网

1.2 股权结构清晰稳定，公司发展战略明确

公司股权较为集中且稳定，有利于公司整体战略执行。公司股权结构较为集中，截至2023Q3末，前三大股东为钱和生（董事长）、唐卫国（总经理）和周辉（副总经理），分别持有公司27.75%、9.78%和3.39%股权，其中，公司董事长钱和生为实际控制人。另外，钱和生、唐卫国和周辉均为公司元老级人物，与公司共同发展成长多年，对其发展历程和战略有明确清晰的认知，管理层间具备良好的默契，有利于统筹规划公司事宜。

图：公司股权结构



资料来源：公司 2023 年三季报

1.3 高管团队产业经验丰富，股权激励和增发汇聚信心

高管团队产业经验丰富，股权激励增强核心凝聚力。公司核心管理人员均深耕本行业，并且一路伴随着公司不断成长和发展，具有深厚的技术积累和敏锐的市场洞察力。为持续完善公司长效激励机制，充分激发核心技术人员及业务骨干的工作积极性，吸引并留住优秀人才，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，公司于 2022 年和 2023 年分别发布了股权激励方案。从业绩考核目标看，目前已完成 2022 年股权激励方案中的 2022 考核年度；从实际考核完成情况来看，公司超额完成业绩考核目标，2022 年公司营业收入同比增长 14%，净利润同比增长 17.03%，均超过当初拟定的业绩考核目标。

图：股权激励业绩考核目标

方案	激励对象	对应考核年度	业绩考核目标
2022 年股权激励	公司董事、高级管理人员以及核心骨干人员	2022 年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 12%； 2、以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 12%。
		2023 年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 25%； 2、以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 25%。
2023 年股权激励	公司董事、高级管理人员以及核心骨干人员	2023 年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 25%； 2、以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 25%。
		2024 年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2022 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 30%； 2、以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%。
		2025 年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2022 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 35%； 2、以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 35%。

资料来源：公司公告

实控人全额认购定增，体现其对公司长期发展的信心。2023 年 11 月 21 日证监会核

准了公司的非公开发行方案。截至 2023 年 12 月 20 日止，和升控股已将本次发行认购资金足额汇入华泰联合证券为本次发行开立的账户。华泰联合证券实际收到翔楼新材非公开发行股票认购资金总额为人民币 107,171,987.09 元（未扣除本次发行保荐和承销费用）。此次定增顺利完成有助于进一步提升公司的资金实力，并为公司未来的业务发展提供有力的资金保障，其中，公司实际控制人钱和生先生控制的和升控股全额认购，并锁定 3 年，本次发行完成后，钱和生先生直接及间接拥有公司权益的股份将达到 31.11%，彰显了公司实际控制人对公司未来发展的信心。

表：2023 年定向增发

	主要内容
发行规模	本次向特定对象发行股票数量 3,636,647 股
发行价格	本次发行股票的发行价格为 29.47 元/股
认购方式	现金认购
限售期	36 个月
认购情况	公司实际控制人钱和生先生控制的和升控股认购 1.07 亿元（占比 100%）
资金情况	截至 2023 年 12 月 20 日止，认购资金已足额到位
资金用途	全部用于补充流动资金

资料来源：公司公告

1.1 创新引领、品类扩张、管理升级，持续前进的精冲钢龙头

创新转型持续推进，铸就国内精冲新材料龙头企业。苏州翔楼新材料股份有限公司（简称“翔楼新材”）成立于 2005 年 12 月 8 日。公司主要从事定制化精密冲压特殊钢材材料的研发、生产和销售，产品包括碳素结构钢、合金结构钢等特种结构钢及弹簧钢、轴承钢、工具钢等特种用途钢。公司产品主要用于各类汽车精冲零部件，应用范围覆盖安全系统、座椅系统、内饰系统、动力系统结构件及功能件。此外，公司部分产品亦用于轴承、氢能源、风电、电动工具、机械设备、电气零部件等领域。

图：公司发展历程



资料来源：公司官网

公司发展历经四个阶段：

5) **早期积累，初创探索（2005-2008 年）**：公司成立于 2005 年，公司选择先进入精

密碳素工具鋼材料細分領域，從事精密碳素工具鋼材料

的開發、生產和銷售，產品主要應用於美工刀、手術刀等領域。這一階段公司初步完成了人才、技術和資金等方面的積累。

6) **擁抱市場，積極轉型**（2009-2015年）：這一階段前期，公司管理層敏銳察覺到汽車零部件精沖材料需求快速增長，並充分发挥在精密沖壓特殊鋼材料領域的工藝經驗與技術積累，積極布局下游市場；同時，為進一步拓展公司產品應用領域，擴大銷售規模，公司聯合施耐德、威圖等客戶開發了電子電器零部件用精密特殊鋼材料。這一階段後期，前期的市場和技術鋪墊成效逐漸顯現，公司先後成功開發出了汽車飛輪盤、發動機氣門液壓挺柱搖臂體、膜片彈簧、彈簧卡箍用精沖特殊鋼材料，為下游客戶材料國產化需求提供解決方案。

7) **耕耘收穫，快速成長**（2016-2021年）：公司在完成前期積累和轉型後，公司步入快速發展階段，2021年營業收入相比2015年增長近4倍。與此同時，公司不斷深化內功，做大產能、深挖需求、升級技術、強化主業、拓展領域。這一階段公司完成產能改造升級，深入挖掘客戶個性化需求，通過自主研發與聯合開發，為客戶定制化開發了性能參數更高、工藝難度更大的精密沖壓特殊鋼材料，並且在做強主業的同時，積極升級技術，通過對國產化進程中的“卡脖子”材料進行研發攻關，逐步拓展高端合金工具鋼、醫療用抗菌不銹鋼等目前國產化率低的領域。

8) **成功上市，高質量發展**（2022年至今）：2022年6月公司成功登陸創業板在A股上市，與此同時公司將募集資金積極投入產能擴張和產品研發中，其中，安徽工廠一期項目預計於2025年投產，屆時初期將有望快速釋放4萬噸產能，並且該工廠建設標準較高，適用沖壓軸承精沖材料、氫能源電池雙極板精沖材料等高端品類的生產。另外，公司也在積極優化內功，從管理提升、產品升級、技術優化等方面出發，推動公司毛利率、費用率、淨利率等持續向好發展。

图：公司产品介绍

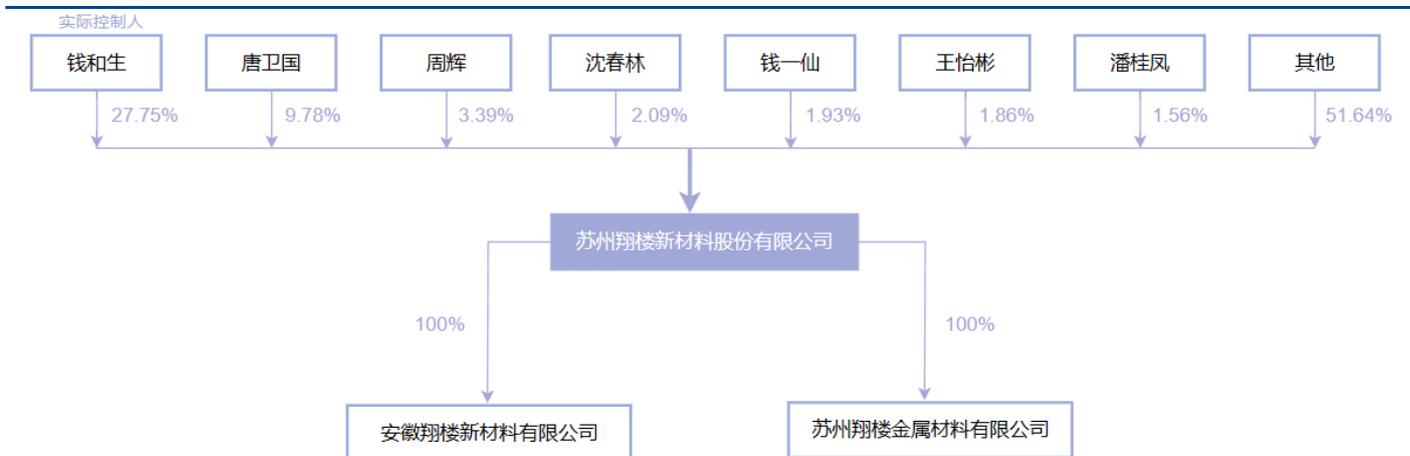
产品类别	应用领域	终端零部件名称
汽车零部件精冲材料	汽车发动机	一体成形飞轮盘 气门摇臂
	新能源汽车	电磁阀壳体 尾门棘爪
	变速箱	间隙垫片 拨叉 同步器齿环
	座椅	滑轨 调角器 调高齿板
	内饰	弹簧卡箍 空调阀片
	离合器与冲压轴承	膜片弹簧 轴承内、外圈
	工业用精冲材料	刀具、锯链
风电蝶形弹簧		风电蝶形弹簧

资料来源：公司官网

1.2 股权结构清晰稳定，公司发展战略明确

公司股权较为集中且稳定，有利于公司整体战略执行。公司股权结构较为集中，截至2023Q3末，前三大股东为钱和生（董事长）、唐卫国（总经理）和周辉（副总经理），分别持有公司27.75%、9.78%和3.39%股权，其中，公司董事长钱和生为实际控制人。另外，钱和生、唐卫国和周辉均为公司元老级人物，与公司共同发展成长多年，对其发展历程和战略有明确清晰的认知，管理层间具备良好的默契，有利于统筹规划公司事宜。

图：公司股权架构



资料来源：公司2023年三季报

1.3 高管团队产业经验丰富，股权激励和增发汇聚信心

高管团队产业经验丰富，股权激励增强核心凝聚力。公司核心管理人员均深耕本行业，并且一路伴随着公司不断成长和发展，具有深厚的技术积累和敏锐的市场洞察力。为持续完善公司长效激励机制，充分激发核心技术人员及业务骨干的工作积极性，吸引并留住优秀人才，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，公司于2022年和2023年分别发布了股权激励方案。从业绩考核目标看，目前已完成2022年股权激励方案中的2022考核年度；从实际考核完成情况来看，公司超额完成业绩考核目标，2022年公司营业收入同比增长14%，净利润同比增长17.03%，均超过当初拟定的业绩考核目标。

图：股权激励业绩考核目标

方案	激励对象	对应考核年度	业绩考核目标
2022年股权激励	公司董事、高级管理人员以及核心骨干人员	2022年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于12%； 2、以2021年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于12%。
		2023年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于25%； 2、以2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于25%。
2023年股权激励	公司董事、高级管理人员以及核心骨干人员	2023年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2022年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于25%； 2、以2022年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于25%。
		2024年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2022年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于30%； 2、以2022年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于30%。
		2025年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2022年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于35%； 2、以2022年净利润为基数，2025年净利润增长率不低于35%。

资料来源：公司公告

实控人全额认购定增，体现其对公司长期发展的信心。2023年11月21日证监会核准了公司的非公开发行方案。截至2023年12月20日止，和升控股已将本次发行认购资金足额汇入华泰联合证券为本次发行开立的账户。华泰联合证券实际收到翔楼新材非公开发行股票认购资金总额为人民币107,171,987.09元（未扣除本次发行保荐和承销费用）。此次定增顺利完成有助于进一步提升公司的资金实力，并为公司未来的业务发展提供有力的资金保障，其中，公司实际控制人钱和生先生控制的和升控股全额认购，并锁定3年，本次发行完成后，钱和生先生直接及间接拥有公司权益的股份将达到31.11%，彰显了公司实际控制人对公司未来发展的信心。

表：2023年定向增发

	主要内容
发行规模	本次向特定对象发行股票数量 3,636,647 股
发行价格	本次发行股票的发行价格为 29.47 元/股
认购方式	现金认购
限售期	36 个月
认购情况	公司实际控制人钱和生先生控制的和升控股认购 1.07 亿元（占比 100%）
资金情况	截至 2023 年 12 月 20 日止，认购资金已足额到位
资金用途	全部用于补充流动资金

资料来源：公司公告

二、高端制造引领工业发展，精冲材料应用领域持续延展

2.1 精冲行业简介

精冲属于无屑加工技术，是在普冲技术上发展起来的一种精密冲裁方法。精冲工艺与普通冲裁的工艺特点存在本质的差别，普通冲裁在冲裁过程中控制板料的撕裂，而精冲则在冲裁时想尽办法抑制板料的撕裂。精冲在零件从板料上分离前始终保持为一体，精冲过程金属板料始终处于塑性变形过程。精冲能在一次冲压行程中获得比普通冲零件尺寸精度高、冲裁面光洁、翘曲小且互换性好的优质精冲零件，并以较低的成本达到产品质量的改善。

精冲压专注高精度与复杂零件。精密冲压与普通冲压在加工精度、工艺复杂度、应用领域及技术难度上存在显著的差异。精密冲压要求高加工精度和能力生产结构复杂的零件，这要求在冲压过程中精确控制压力、速度和材料流动性，以确保零件达到高尺寸精度和复杂的形状要求。此加工方式常见于需要薄壁、微小尺寸或严格公差的零件生产，对模具的设计和制造标准要求极高。相比之下，普通冲压的技术难度较低，主要适用于生产结构简单、标准化的大批量零件，对设备的精度和控制要求没有精密冲压那么高，模具设计和制造也相对简单，主要用于生产简单零件的应用场景。

表：精密冲压与普通冲压区别

技术特性	普冲	精冲
1. 材料分离形式	剪切变形（控制撕裂）	塑-剪变形（抑制撕裂）
2. 工件品质		
(1) 冲裁面粗糙度 Ra/μm	>6.3	1.6~0.4
(2) 形位误差		
平面度	大	小（0.1/100mm）
垂直度	大	小（0.0026/1mm）
塌角	（20~35）%S	（10~25）%S
(3) 毛刺	双向，大	单向，小
3. 冲压速率	高效	一般

4. 模具		
(1) 間隙	双边 (5~10) %S	单边 0.5%S
(2) 刃口	鋒利	倒角
5. 潤滑	一般	特殊
6. 壓力機		
(1) 力態	普通 (单向力)	特殊 (三向力)
(2) 工藝負載	變形功小	變形功為普沖的 2~2.5 倍
(3) 模具工布	工步長	一般 (液壓缸限制)
(4) 環保	有噪音, 振動大	噪音低, 振動小
7. 成本	低	高 (回報周期長)

資料來源：公司招股書

精冲材料是精冲技术的核心要素之一。精冲行业产业链的上游为精冲材料，绝大部分精冲材料为金属材料。中游环节通过使用高精度机械和先进技术进行精密冲压加工，满足不同行业如汽车、电子、家电等对精冲件严格的规格和性能要求，同时推动技术创新和产能扩张。随着制造业的发展以及制造要求的复杂化，对精冲材料的要求也越来越高。

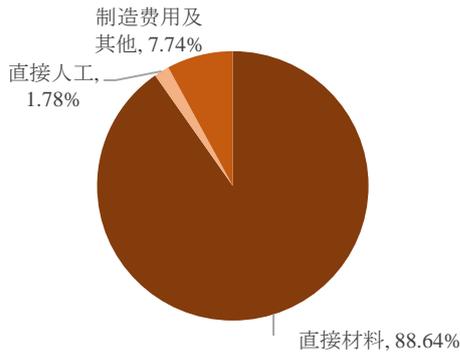
表：精冲行业产业链



資料來源：智研諮詢

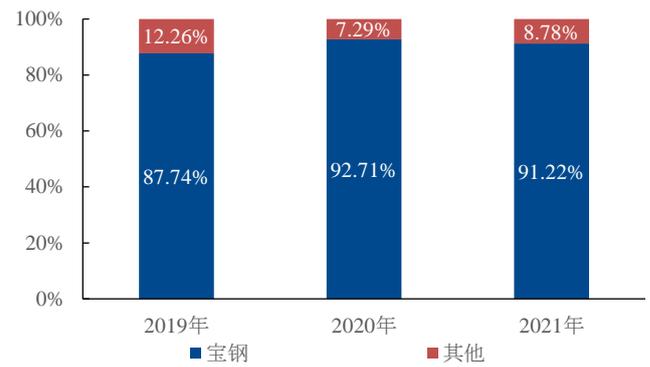
精冲材料生产企业倾向于和上游供应商建立紧密的合作。精密冲压特殊钢材料价格、工艺与上游特殊钢原材料联动紧密。以翔楼新材为例，2022年公司从事的汽车与工业领域定制化冲压及精冲材料业务中，直接材料成本占比 88.64%，材料价格直接影响公司营业成本。对于龙头企业而言，与上游建立稳固的合作关系，取得成本优势的竞争力更强。在与上游供应商的长期合作中，翔楼新材与宝钢股份等主要供应商建立了稳定的合作关系，深入了解宝钢股份各牌号钢种性能，并通过科学合理的冷轧与热处理工艺路线设计，可定制出下游汽车零部件客户所需的精密冲压材料。

图：精冲材料成本结构占比（2022年）



资料来源：翔樓新材招股书

图：精冲材料上游原材料来源



资料来源：翔樓新材招股书

精冲材料极具定制化属性，精冲材料生产企业与下游客户深度绑定。由于精冲材料主要用于精密小型零部件的生产，一方面此类小型精密部件主要为小批量订单，另一方面其对技术参数要求高且复杂，由此衍生出大量定制化需求。精冲材料生产企业往往与下游客户存在紧密合作，双方从小批量单笔订单的试验到大批量持续订单的深度合作，因此上下游关系非常稳固。精冲材料生产企业往往有着稳定的客户群体，深挖存量客户潜力叠加拓展增量客户需求，是业务增长的标准范式。

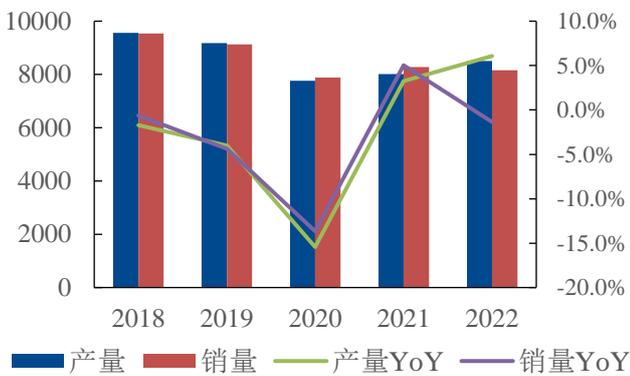
我国高端制造趋势明显，精冲潜力巨大。根据国家统计局，2023年制造业高端化稳步推进，装备制造业增加值对全部规模以上工业增长的贡献率接近五成。特别是在半导体器件专用设备制造、航天器及运载火箭制造、飞机制造等行业，增加值均实现了两位数的增长。而2023年前三季度，规模以上工业增加值同比增长4%，其中，高技术制造业占规模以上工业增加值比重达到15.3%，装备制造业占比达到32.9%。精冲技术，作为高端制造业不可或缺的一部分，已从最初的汽车零部件制造扩展到航空、精密一体化、机床、轨道交通、电气等多个领域。多样化的应用不仅展现了精冲技术在促进制造业升级和创新中的核心作用，也体现了随着技术进步和产业需求的增长。

精冲长期经济效益显著，应用空间广阔。精密冲压通过其能够生产高精度和高质量零件的优势，能有效节省下游客户的成本。这种节省来源于减少或消除额外加工需求、一体成型减少多步骤加工、提高材料利用率减少浪费、简化装配过程降低装配成本，以及提升零件性能延长使用寿命减少维修和更换频率。尽管精密冲压的直接生产成本可能相对较高，但其在提高效率、减少浪费和保障产品质量方面的综合效益，为下游客户带来了显著的整体成本节约，从而在长期内实现经济效益的优化。随着精冲工艺和精冲材料的进步，精冲技术的使用范围也持续扩大。精冲材料应用的领域涉及汽车零部件、电气产品、仪器仪表、轨道交通、航空航天、工程机械、化工、刀具等多个行业，未来还将持续扩大。

2.2 汽车行业景气度高，提振精冲材料国产化需求

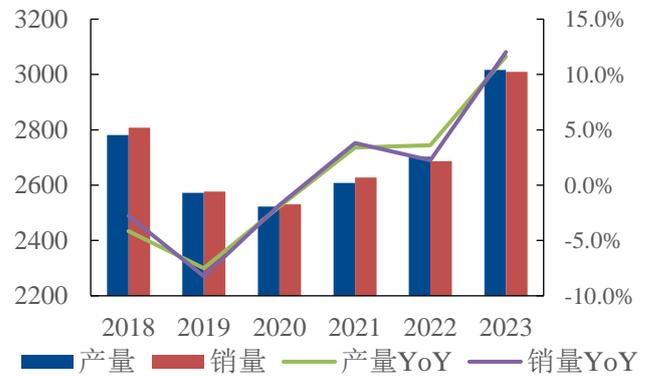
我国汽车产业持续领先全球，创产销新高。目前中国汽车市场仍具有巨大的增长潜力。经过多年的发展，我国汽车产业已逐渐成熟，连续15年蝉联全球汽车产销量第一大国。根据工信部的数据，2023年我国汽车产销量首次突破3000万辆，分别达到3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%，创造了历史新高。在追求碳中和的大环境下，新能源汽车产业近年来也经历了迅猛发展，并持续领跑全球。2023年，新能源汽车的产销量分别达到了958.7万辆和949.5万辆，同比增长35.8%和37.9%，新能源车的市场渗透率冲至31.6%，推动了国内汽车零部件用精密冲压特殊钢材需求的增长。同时，受到海外供应不足的影响和中国汽车企业出口竞争力的显著提升，我国汽车出口量持续增长。据海关总署数据显示，2023年我国汽车出口量为522.1万辆，同比增长57.4%，首次跃居全球第一汽车出口国。

图：全球汽车产销量（单位：万辆）



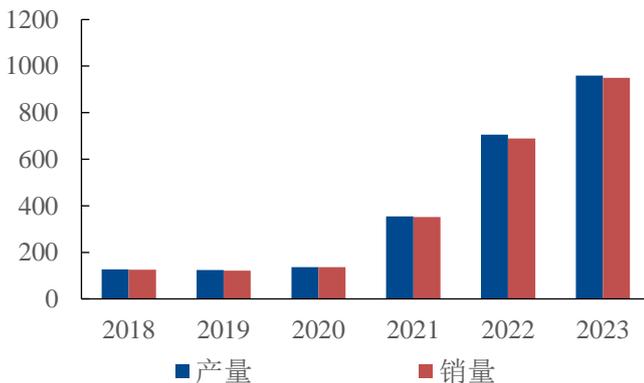
资料来源：世界汽车组织 (OICA)

图：中国汽车产销量（单位：万辆）



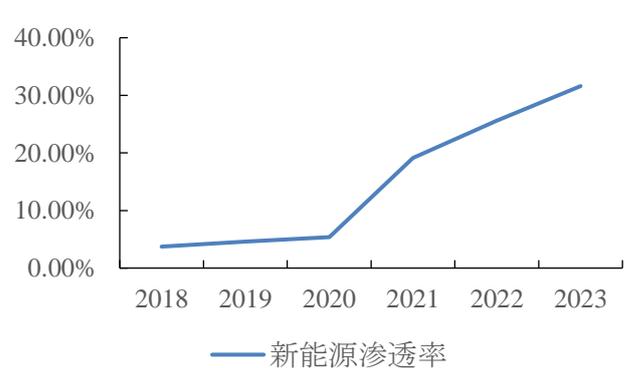
资料来源：工信部，中国汽车协会

图：中国新能源车产销量（单位：万辆）



资料来源：中国汽车协会

图：中国新能源车渗透率



资料来源：工信部

精冲国产化前景广阔。随着我国精密冲压行业的快速发展，越来越多的国内外企业认识到了本土化采购精密冲压材料对企业发展的重要性。许多合资精密冲压企业计划增加国产精密冲压钢材的采购比例，以实现国产替代，并减少对进口的依赖。国产趋势预示着精密冲压材料未来需求的持续增长。根据智研咨询数据，预计2023年中

国精冲钢需求量将达到 107.4 万吨，同年产量将增至 109.7 万吨。政策端，政府通过推出一系列政策措施，旨在促进国内产业的创新，提升国产材料的市场竞争力，进一步减轻对进口材料的依赖。

表：中国精冲钢行业相关政策

时间	政策	内容
2016年	《钢铁工业调整升级规划（2016-2020年）》	坚持绿色发展-大力发展循环经济，积极研发、推广全生命周期绿色钢材；生产工艺关键技术-节能高效轧制及后续处理技术，关键品种重大工程-特种装备用超高强度不锈钢，节能环保装备与化工装备用耐蚀钢。
2016年	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	推动新材料产业提质增效。面向航空航天、轨道交通、电力电子、新能源汽车等产业发展需求，扩大高强轻合金、高性能纤维、特种合金、先进无机非金属材料、高品质特殊钢、新型显示材料、动力电池材料、绿色印刷材料等规模化应用范围，逐步进入全球高端制造业采购体系。
2017年	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）》	高品质特种钢铁材料-核电用、超超临界火电用、高性能汽车用、高速铁路用等特殊钢型材及其锻件，高品质不锈钢，高性能工模具用钢，耐腐蚀及耐高温，高压高强度钢，高性能工程用钢等；铁基高温合金铸件，特殊钢铸件，高强度低温和超低温用可焊接铸钢件等，特殊品种高级无缝管等。
2018年	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求推动钢铁等行业实行超低排放改造。
2019年	《产业结构调整指导目录（2019年版，征求意见稿）》	在修订《产业结构调整指导目录（2011年本）》的基础上，国家发改委颁布了《产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）》，意见稿有鼓励类、限制类、淘汰类三个类别组成。本次修订的意向旨在推动产业优化升级，加快先进制造业、服务业发展。
2019年	《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》	生态环境部门正式印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，要求2020年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争60%左右产能完成改造；到2025年底前，全国力争80%以上产能完成改造。
2022年	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	力争到2025年，钢铁工业基本形成布局结构合理、资源供应稳定、技术装备先进、质量品牌突出、智能化水平高、全球竞争力强、绿色低碳可持续的高质量发展格局。

资料来源：公开资料整理

产量增长预示着显著的市场扩展机会。随汽车零部件全球化趋势的推动，预期成长空间显著。根据翔楼新材的招股说明书，下游客户精冲材料单车用量约为 12kg，而发达国家则约为 20kg。我们假设全球汽车产量在未来三年将保持 4% 增长，即 23E/24E/25E 年产量分别为 8842/9195/9563 万辆；中国汽车产量目前已确定 2023 年的增速为 11.6%，假设未来两年增速分别 9%/8%，即 23/24E/25E 年产量分别为 3016/3288/3551 万辆。根据公司招股书，材料利用率约为 60%，23E/24E/25E 全球精冲特殊钢材料需求空间为 255/263/271 万吨，中国精冲特殊钢材料需求空间为 60/66/71 万吨。以公司 22 年精冲特钢材料平均售价为 9000 元/吨，则全球市场空间分别为 229/236/244 亿元，中国市场空间分别为 54/59/64 亿元。除严格意义上的精冲材料外，包含定制化服务在内的金属冲压市场规模则更大，2022 年我国乘用车金属冲压件行业产量 387.8 亿件，对应市场规模约为 2340.71 亿元，以冲压件制造成本常见的 50-70% 原材料成本占比计算，则对应金属冲压材料市场规模超千亿，行业空间广阔。

表：全球及中国汽车用精冲钢需求测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球汽车产量(万辆)	8015	8502	8842	9195	9563
增速	3.3%	6.1%	4%	4%	4%
中国汽车产量(万辆)	2608	2702	3016	3288	3551
增速	3.4%	3.6%	12%	9%	8%
除中国外汽车产量	5406	5800	5826	5908	6013
除中国外精冲钢单车用量(千克)			20	20	20
中国精冲钢单车用量(千克)			12	12	12
材料利用率			60%	60%	60%
全球精冲钢材料需求(万吨)			255	263	271
中国精冲钢材料需求(万吨)			60	66	71
精冲钢平均售价(元/吨)			9000	9000	9000
全球市场空间(亿元)			229	236	244
中国市场空间(亿元)			54	59	64

资料来源：公开招股书，工业和信息化部，世界汽车组织(OICA)

2.3 国产化率仍低，出海机遇广阔

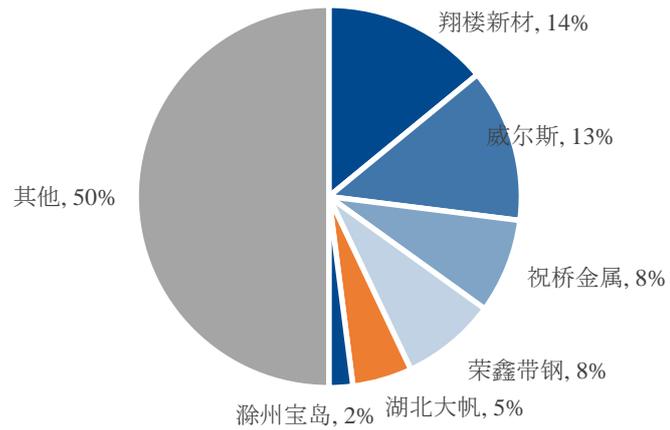
国内市场龙头企业市占率不足20%，国产化提升空间巨大。国内精冲材料（包括定制化冲压材料）主要玩家有翔楼新材、威尔斯集团（太仓）、祝桥金属、荣鑫带钢、滁州宝岛、湖北大帆等。除国内龙头翔楼新材与外资巨头威尔斯集团外，其他国内企业精冲材料产能均不到10万吨，且50%的市场份额仍被小厂占据。伴随我国高端制造占比的提升，精冲材料国产化率及附加值也有望持续提升。

图：国内精冲材料行业主要企业

公司名称	业务规模
翔楼新材	目前苏州生产基地产能14-16万吨；安徽工厂计划于2025年投产4万吨，一期规划产能15万吨，二期还在规划中，未来苏州与安徽两大生产基地合计产能预计超过30万吨
C. D. Waelzholz (威尔斯集团)	威尔斯集团在我国境内的生产基地太仓威尔斯于2019年进行了扩产，目前产能约为12至14万吨
祝桥金属	在江苏启东滨海工业园祝桥产业园投产项目设计年产能可为汽车精冲钢8万吨、链条用钢4万吨、普碳钢3万吨
荣鑫带钢	销售额超过5亿，其中特殊钢材材料占总产量的85%；公司年产能为8万吨
滁州宝岛	年产冷轧带钢2万吨，年产值约1亿元
湖北大帆	占地35,000m ² ，具有年产5万吨的生产能力

资料来源：公开资料整理

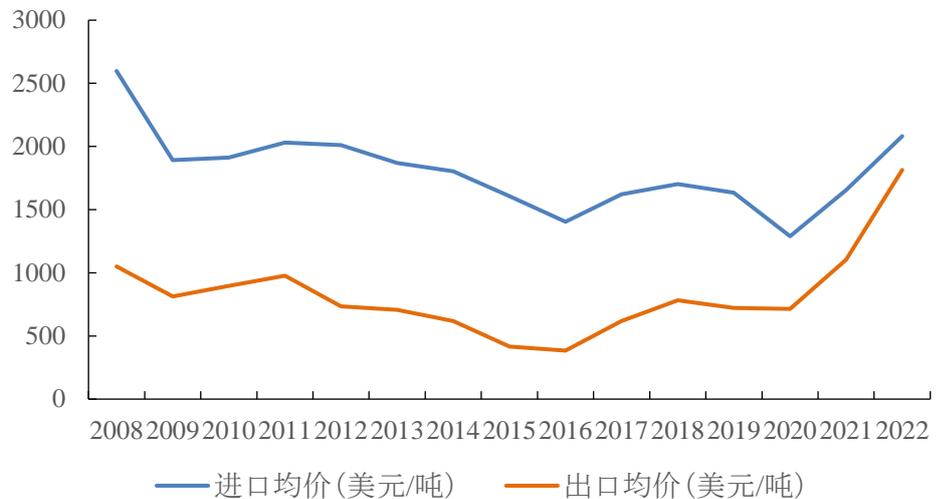
图：国内精冲材料市场格局



资料来源：智研咨询

“后疫情”时代特殊机遇，出海替代空间巨大。疫情及俄乌战争在内的地缘政治冲突对全球供应链造成了巨大且深远的影响，我国产业链完整、性价比突出的优势凸显，尤其是特钢行业受益于此，进出口进来重要转变拐点。以出口均价来看，2020-2022年，出口均价上升陡峭，从过去十几年的数据来看，2008-2022年，我国特钢进出口价差从1547美元/吨收窄至266美元/吨，与发达国家的差距快速缩小。

图：我国金属新材料出口趋势日渐清晰

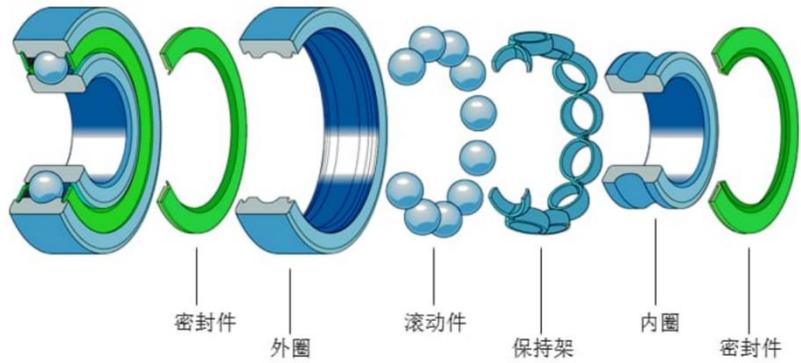


资料来源：公开资料整理

2.4 冲压轴承开启精冲材料应用新场景

轴承 (Bearing) 是当代机械设备中的一种重要零部件。用于确定旋转轴与其他零件相对运动位置，起支撑或导向作用的零部件。它的主要功能是支撑机械旋转体，用以降低设备在传动过程中的机械载荷摩擦系数。

图：滚珠轴承的组成部分



资料来源：公开资料整理

冲压工艺对于轴承生产有多重优势。冲压轴承是靠压力机和模具对板材、带材、管材和型材等施加外力，使之产生塑性变形或分离，从而获得所需形状和尺寸的工件(冲压轴承冲压件)的成形加工方法。冲压轴承与铸件、锻件相比，具有薄、匀、轻、强的特点。冲压可制出其他方法难于制造的带有加强筋、肋、起伏或翻边的工件，以提高其刚性。由于采用精密模具，工件精度可达微米级，且重复精度高、规格一致，可以冲压出孔窝、凸台等。冲压轴承一般不再经切削加工，或仅需要少量的切削加工。热冲压件精度和表面状态低于冷冲压件，但仍优于铸件、锻件，切削加工量少。冲压是高效的生产方法，采用复合模，尤其是多工位级进模，可在一台压力机上完成多道冲压工序，实现由带料开卷、矫平、冲裁到成形、精整的全自动生产。生产效率高，劳动条件好，生产成本低，一般每分钟可生产数百件。

下游千亿美元市场，高端轴承精冲材料市场需求旺盛。从轴承行业整体来看，全球市场规模已超千亿美元。根据 precedence research 的统计，2021 年全球轴承市场规模约 1200 亿美元，2016-2021 年 CAGR 为 4.4%。根据中国轴承工业协会的数据，2021 年轴承行业市场规模快速增长至 2278 亿元，2022 年国内轴承市场空间预计突破 2500 亿元。

图：22 年全球轴承市场空间超千亿美元



资料来源: precedence research

图：22 年我国轴承行业市场规模约 2500 亿元人民币



资料来源: 中国轴承工业协会

三、管理、技术、产能三维度构筑翔楼核心竞争优势

3.1 产能升级、工艺优化和管理提升推动公司净利率创新高

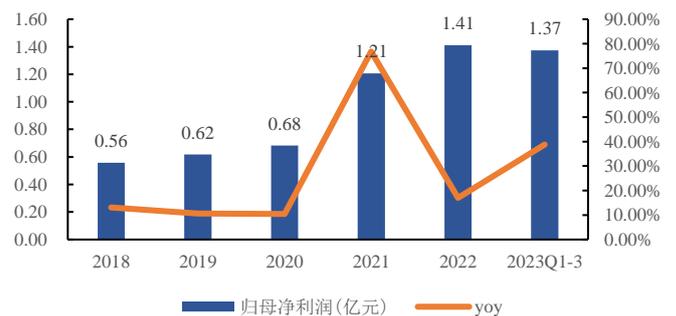
营收及归母净利润持续增长，且归母净利润增速好于营收增速。受益于产能扩张、产品应用领域扩大、下游空间持续增长等因素，公司从2019年开始进入新发展阶段，2020年和2021年营业收入快速增长，同比增长分别为24.53%和49.34%，2022年营业收入为12.12亿元，同比增长14%，2020-2022年CAGR为28.46%，后续随着安徽工厂产能的逐步落地，将推动公司营业收入持续增长。另外，随着公司不断深化内功，通过产能优化、工艺优化和规模效应等方式降低成本，推动归母净利润增速高于营收增速，2020-2022年归母净利润CAGR为31.71%，2023年前三季度归母净利润为1.37亿元，同比增长38.82%。

图：2018-2023Q1-3 营业收入及增速



资料来源: 公司公告

图：2018-2023Q1-3 归母净利润及增速

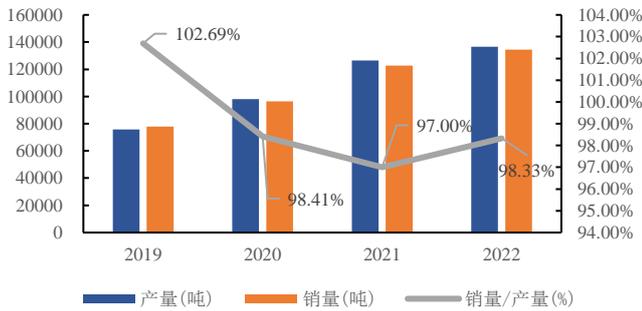


资料来源: 公司公告

量价双增，驱动营收持续增长。从量来看，公司近年来销量持续增长，从2019年的77855吨增长到2022年的134406吨，CAGR为19.96%，且产销比率一直维持在100%左右，考虑到后续安徽工厂的逐步投产，公司销量将稳步上升；从价来看，公司产品吨价也维持增长态势，从2019年的0.73万元/吨，增长至2022年的0.90万元/吨，

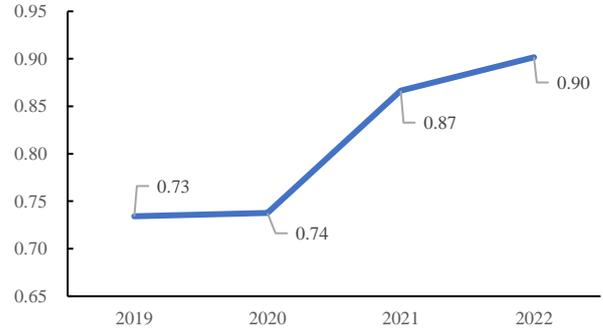
CAGR 为 7.09%，未来随着公司技术进步，高端产品占比逐渐提升，量价将共同驱动公司营收持续增长。

图：2019-2022 年产量与销量数据



资料来源：公司公告

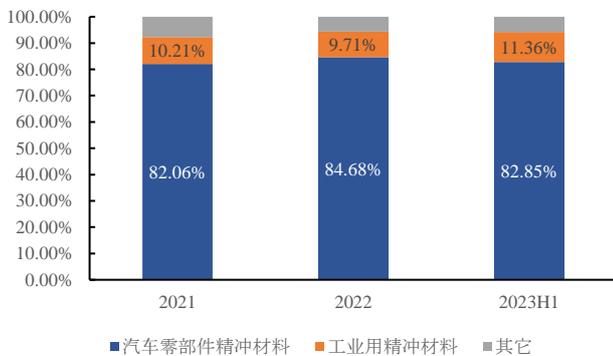
图：2019-2022 年产品吨价 (万元/吨)



资料来源：公司公告

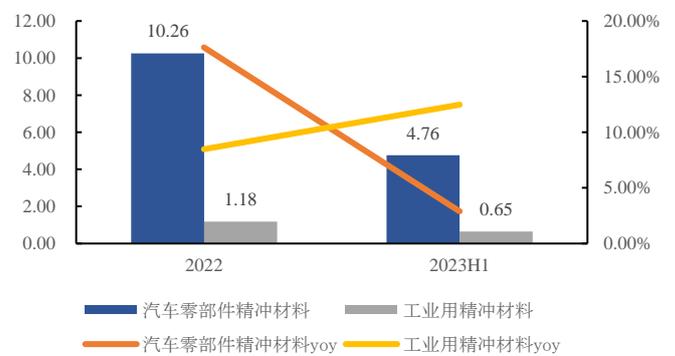
汽车零部件精冲材料业务稳步增长，工业用精冲材料拓展第二增长曲线。分产品看，公司主要收入来源于汽车零部件精冲材料和工业用精冲材料，两大产品收入占比接近 95%，而其它收入主要包括其它用途精冲材料和废料及其它收入，这部分收入主要来源于边角废料销售收入，由于公司边角废料是在生产过程各工序中产生，因此将随着主要产品销售规模的增加而增加，占比较为稳定。另外，除汽车零部件精冲材料外，工业用精冲材料收入也已经展现出较好增长势头，2023H1 工业精冲材料实现收入 0.65 亿元，同比增长 12.48%，高于公司整体营收增长速度。

图：公司分产品占比



资料来源：公司公告

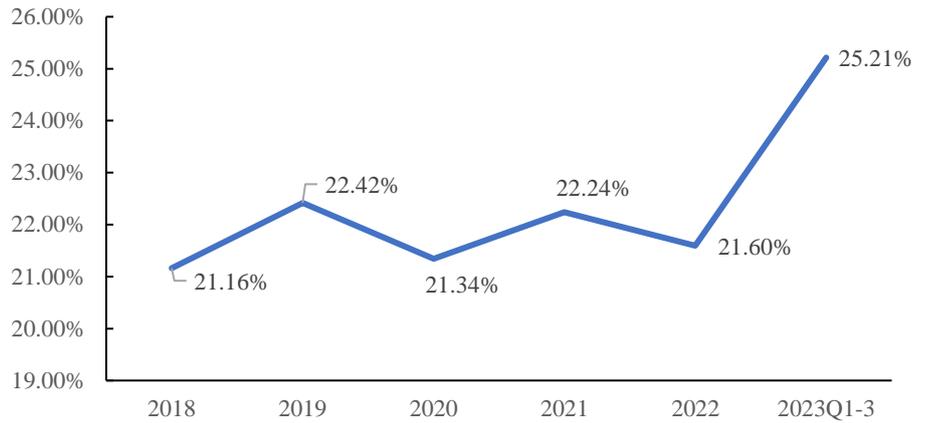
图：公司分产品营业收入及增速



资料来源：公司公告

成本管控能力出色，推动盈利能力稳中有进。公司的主要原材料为热轧宽幅特钢坯料，直接材料占主营业务成本约在 90%左右，虽然 2018 年-2022 年上游原材料价格剧烈波动，但公司毛利率仍然保持稳定。2023 年前三季度，公司规模效应进一步显现，并且随着公司对现有领域的持续深耕，对产能和工艺的不断优化，推动公司毛利率提升至 25.21%，较 2022 年提升 3.61pct。

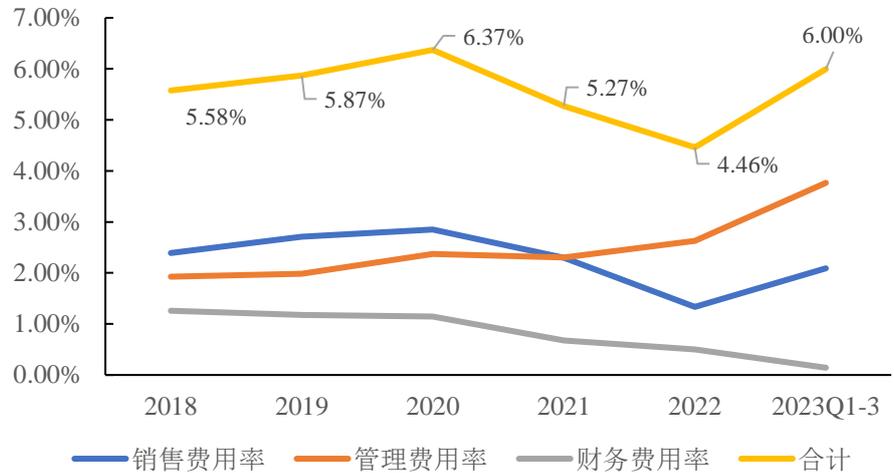
图：公司毛利率变化



资料来源：公司公告

利润受股份支付影响，费用端控制成效显著。从销售费用率看，公司销售费用率保持稳定，基本保持在 2%左右；从财务费用率看，公司财务费用率已达近六年的最低水平，2023 年前三季度为 0.14%，相比 2022 年下降 0.36pct。从管理费用率看，主要受到股权激励需摊销的费用影响，若扣除股权激励所需摊销的费用，管理费用率也呈稳定态势。

图：公司销售、管理、财务费用率

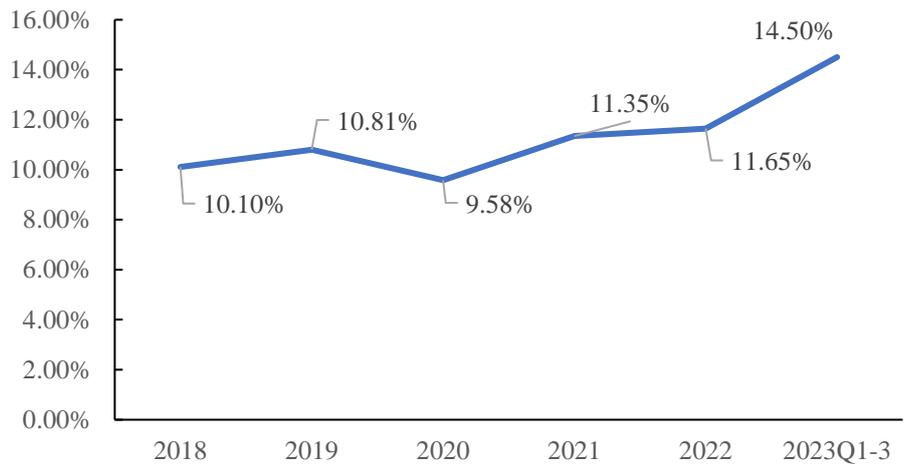


资料来源：公司公告

深耕精密冲压领域，利润率稳步提升。虽然在股权激励摊销费用的影响下，公司 2023 年前三季度销售、管理、财务费用率合计为 6%，相比 2022 年提升 1.54pct，但是公司通过不断优化相关产品技术工艺、提高精细化生产与管理程度、提升规模化水平，推动毛利率不断提升，从而带动净利率达到近六年的最高水平，至 14.5%，相比 2022

年提升 2.85pct。

图：公司净利率



资料来源：公司公告

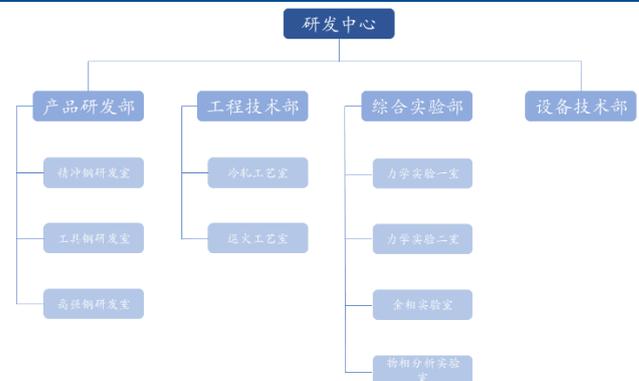
持续加大研发投入，不断完善研发体系。公司自成立以来，始终坚持以质量求生存、以创新求发展的经营理念，不断加大研发投入，2019-2022年研发投入 CAGR 为 21.89%。在不断增加研发投入的同时，公司已建立完善的研发体系，按照专业和职能的不同，构建了分工合作的研发组织架构，全面负责公司新产品设计研发、新技术和新工艺开发、产品性能实验检测以及工装设备升级改造等。

图：公司研发投入



资料来源：公司公告

图：公司研发机构设置



资料来源：公司公告

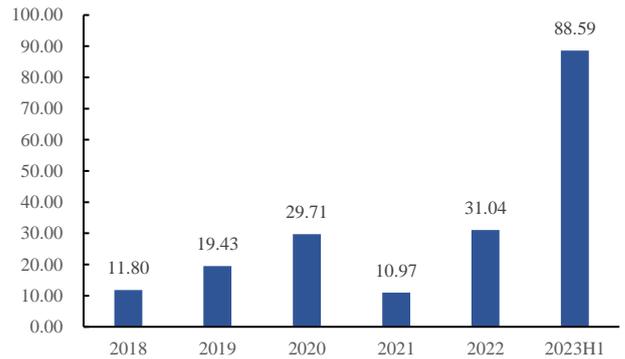
资产负债率创新低，经营性现金流量净额持续增长。公司资产负债表稳健增长，2022年受上市影响，快速从 9.79 亿元增长至 15.83 亿元。同时，充裕的现金流进一步优化公司资产结构，2023 年前三季度公司的短期借款大幅减少，从 2022 年的 1.47 亿元降至 0.75 亿元，推动公司资产负债率进一步下降至 18.25%，远低于特钢行业平均 50%左右的水平。另外，受益于公司规模扩大和产品技术进步，公司话语权逐渐增强，推动经营性现金流量净额创出新高，2023H1 经营性现金流量净额为 88.59 百万元。

图：公司资产总额与资产负债率



资料来源：公司公告

图：公司经营活动产生之现金流量净额（百万元）



资料来源：公司公告

3.2 产品技术优势突出，客户资源稳定且优质

技术引领行业，核心竞争优势突显。翔楼新材在热处理技术方面拥有显著的核心竞争力，这一环节是提升产品附加值和满足定制化性能需求的关键。公司掌握晶间氧化物控制、表面脱碳层控制、显微组织柔性控制等多项核心热处理工艺，能够有效改善材料的球化率、屈服强度、抗拉强度和硬度，实现渗碳体的细粒状均匀分布，提升材料剪切表面的光洁度。这些技术壁垒较高，尤其是在精密冲压特殊钢材料的前期研发认证和加工生产环节，热处理技术尤为关键。公司不仅成功实现产品球化率高达 95% 的技术要求，满足市场对高标准产品的需求，而且通过技术优势促进国产替代，突出公司在激烈竞争中的优势。

表：公司热处理核心技术

核心技术名称	详细内容
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 10 μm 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 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

资料来源：公司招股书

对标国际巨头，公司产能性能优异。热处理加工是决定材料力学性能（球化率、屈服强度、抗拉强度、硬度等）的关键工艺环节，是达成定制化性能需求的核心工序，其中，球化退火又是实现下游客户精冲需求的关键热处理工艺。而目前，公司常见产品技术指标已与国际精冲特钢材料巨头威尔斯集团（拥有近 200 年的历史，是全球最大的精冲金属材料企业之一）接近。

图：公司常见产品技术指标与威尔斯集团对比

项目	牌号	威尔斯集团			翔楼新材		
		屈服强度（最大 大值，MPa）	抗拉强度（最大 大值，MPa）	硬度（最大 值，HV）	屈服强度 （MPa）	抗拉强度 （MPa）	硬度 （HV）
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	16MnCr5	265	440	136	225-325	400-450	135-138
-极软化	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

资料来源：招股说明书，DragonRider

产品技术优势突出，客户资源优质。正是由于出色的技术积累，公司目前已经积累大量优质的客户资源。公司已与慕贝尔、麦格纳、佛吉亚、法雷奥、普思信、法国图尔、新坐标等多家国内外知名汽车零部件供应商建立了长期稳定合作关系。且公司生产的精冲冲压特殊钢产品已经广泛应用于宝马、特斯拉、奔驰、捷豹路虎、丰田、戴姆勒、大众、通用、上汽、北汽、吉利、比亚迪等国内外整车厂。

表：下游客户

类型	品牌
汽车零部件	舍弗勒、慕贝尔、麦格纳、佛吉亚、法雷奥、普思信、法国图尔、新坐标等
终端整车	宝马、特斯拉、戴姆勒、大众、通用、上汽、北汽、吉利、比亚迪等

资料来源：招股说明书

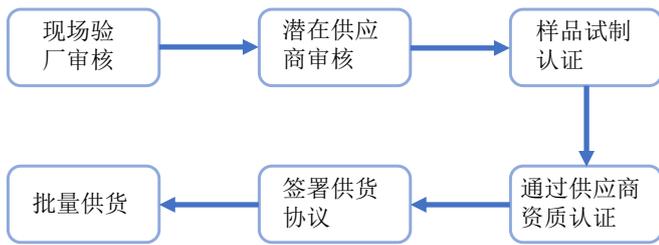
下游审核严格，具有较高进入壁垒。由于主机厂对精冲零部件质量可靠性和稳定性要求比较高，所以下游客户对供应商有一套完善且严格的审核体系，总共可以分为六大部分：现场验厂审核、潜在供应商审核、样品试制认证、通过供应商资质认证、签署供货协议和批量供货。正是由于严格的进入审查，所以会形成一定的进入壁垒，从公司与下游客户的合作时间来看，公司与下游客户合作稳定，且下游代表客户销售收入基本呈现逐年递增的态势。

表：下游代表客户合作时间

客户	慕贝尔	麦格纳	佛吉亚	法雷奥	普思信	法因图尔	新坐标
合作时间	2011年	2011年	2015年	2012年	2011年	2011年	2013年

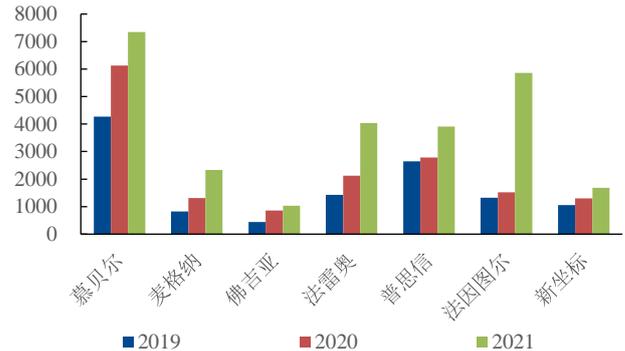
资料来源：招股说明书

图：下游客户对公司认证过程



资料来源：招股说明书

图：下游代表客户销售收入变化（万元）



资料来源：招股说明书

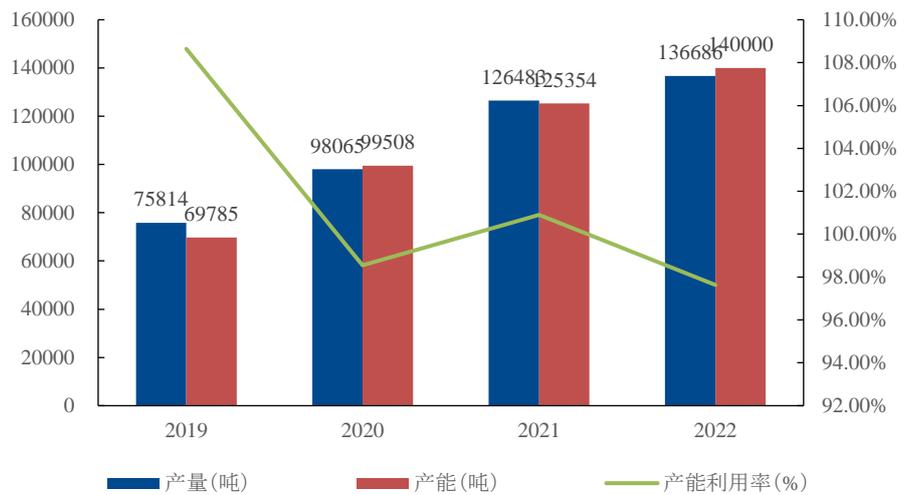
建立快速响应机制，增强下游客户粘性。由于公司生产产品具有多型号、多规格、小批量、定制化的特点，因此下游对供应商的生产管理和交货周期要求较高。公司通过持续的研发创新与科学灵活的生产管理，形成了快速的客户响应机制，对下游客户生产加工过程中出现的设备、材料技术问题，能够及时反馈与交流，在最短时间内提出解决方案。

3.3 新增产能逐步落地，推动业绩量价齐升

产能利用率维持高位，扩产需求强烈。伴随着公司与现有客户合作加深和潜在客户的持续开拓，2019-2022年，公司产能利用率分别为108.64%、98.55%、100.90%和97.63%，基本维持满产状态，另外在国产替代逻辑下，产能充足是保障公司持续提升市场份额的关键，因此在此背景下，公司具有较强扩产需求。

扩充产能逐步落地，管理层对未来发展充满信心。为解决产能问题，公司将募集资金投入“年产精密高碳合金钢带4万吨”项目和研发中心建设项目，后公司考虑到资金投资效率和公司在精冲材料领域的发展情况，将“年产精密高碳合金钢带4万吨”项目的投资金额从22000万元提高至52150万元，提高投资金额后两个项目合计投资金额将超过公司IPO募集资金总额，这充分体现了管理层对公司未来发展的信心。

图：2019-2022 年产能变化



资料来源：公司年报

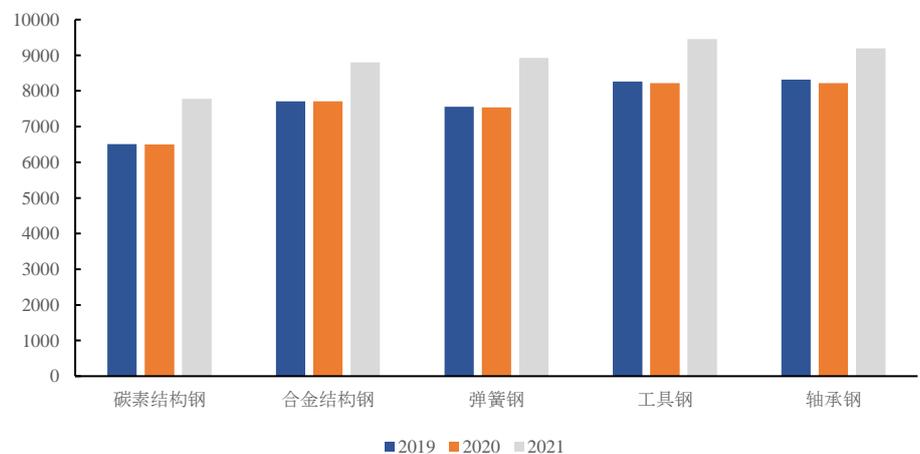
图：公司募集资金使用情况

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	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，优化产品结构
研发中心建设	4830	2024.12	提升研发水平和创新能力

资料来源：公司公告

量价齐升，推动公司持续发展。由于“年产精密高碳合金钢带4万吨”项目具备超薄规格精密合金钢带生产能力，所以可以进一步优化公司产品结构，丰富中高端产品结构，提升公司高端特殊钢材料的供应能力。因此，该项目不仅能支持公司量的发展，同时也能支持价的发展，使公司实现量价齐升。

图：各产品单价变化



资料来源：公司年报

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测及假设

公司是精冲新材料龙头，公司工艺技术先进、产品性能优异，具备国际竞争力。目前新增产能有序投建，随着产品应用领域扩大、下游空间持续增长，公司业绩利润有望保持持续增长。

我们预计：

2024年公司产能略有增幅，各项业务和整体收入维持一定比例的增长。2025年随着安徽产能逐步投产，各项业务迎来较快增长，整体营收将有较大幅度提高。且产品结构不断优化，其中，工业用及其他用途精冲材料由于前期基数较低，2025年将迎来较高增速的同比增长。

从营收来看，23-25年汽车零部件精冲材料预计分别同比增长12%/13%/23%，收入达到11.49/12.99/15.97亿元；工业用精冲材料分别同比增长14%/18%/40%，收入达到1.24/1.58/2.22亿元；其他用途精冲材料分别同比增长4%/10%/50%，收入达到0.14/0.16/0.24亿元。

从毛利率来看，公司行业地位坚挺，整体议价能力较强，虽然下游产品略有波动，但乐观估计利润率将维持稳定水平。23-25年预计零部件精冲材料毛利率预计在24%左右；工业用精冲材料前期毛利率水平较低，预计后期对标汽车零部件毛利率，达到18%/19%/21%；其他用途精冲材料有望探索更高毛利率产品，因此整体略有上调，分别达到15%/18%/19%。

预计公司2023-2025年整体营收分别为13.53 / 15.28 / 19.04亿元，归母净利润为1.87 / 2.13 / 2.77亿元。

图：公司盈利预测（亿元人民币）

报告期	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10.63	12.12	13.53	15.28	19.04
<i>同比</i>	<i>49.34%</i>	<i>14.00%</i>	<i>11.61%</i>	<i>12.98%</i>	<i>24.57%</i>
分业务：					
汽车零部件精冲材料	8.72	10.26	11.49	12.99	15.97
<i>同比</i>		<i>17.63%</i>	<i>12.00%</i>	<i>13.00%</i>	<i>23.00%</i>
<i>毛利率</i>	<i>18.84%</i>	<i>20.07%</i>	<i>24.00%</i>	<i>24.00%</i>	<i>24.00%</i>
工业用精冲材料	1.09	1.18	1.34	1.58	2.22
<i>同比</i>		<i>8.48%</i>	<i>14.00%</i>	<i>18.00%</i>	<i>40.00%</i>
<i>毛利率</i>		<i>14.96%</i>	<i>18.00%</i>	<i>19.00%</i>	<i>21.00%</i>
其他用途精冲材料	0.28	0.14	0.14	0.16	0.24
<i>同比</i>		<i>-50.99%</i>	<i>4.00%</i>	<i>10.00%</i>	<i>50.00%</i>
<i>毛利率</i>		<i>10.00%</i>	<i>15.00%</i>	<i>18.00%</i>	<i>19.00%</i>
废料及其他业务	0.54	0.54	0.55	0.55	0.61
<i>同比</i>		<i>0.44%</i>	<i>1.00%</i>	<i>1.00%</i>	<i>10.00%</i>

	毛利率	67.88%	60.00%	62.00%	64.00%
营业成本	8.27	9.50	10.18	11.49	14.30
毛利	2.36	2.62	3.35	3.79	4.73
	毛利率	22.24%	21.60%	24.77%	24.79%
销售费用	0.24	0.16	0.27	0.32	0.34
销售费用率	2.29%	1.33%	2.00%	2.10%	1.80%
管理费用	0.24	0.32	0.47	0.50	0.57
管理费用率	2.30%	2.63%	3.50%	3.30%	3.00%
研发费用	0.38	0.43	0.49	0.55	0.67
研发费用率	3.56%	3.59%	3.60%	3.60%	3.50%
财务费用	0.07	0.06	0.03	0.06	0.11
财务费用率	0.68%	0.50%	0.20%	0.40%	0.60%
利润总额	1.38	1.61	2.17	2.47	3.19
所得税费用	0.18	0.20	0.30	0.34	0.42
归母净利润	1.21	1.41	1.87	2.13	2.77
	同比	76.81%	17.03%	32.64%	13.97%
	净利率	11.35%	11.65%	13.84%	13.96%

资料来源：公司年报

4.2 估值比较

根据公司汽车零部件供应链、专精特新及精冲冲压属性，选取江苏雷利（新能源汽车精密冲压件）、多利科技（一体化压铸）、博俊科技（冲压主业+一体化压铸）、祥鑫科技（冲压模具与结构件）、无锡振华（汽车冲压零部件）、瑞鹄模具（冲压模具）、震裕科技（冲压模具+结构件）、上海沿浦（座椅滑轨、闭锁等汽车冲压件）、隆盛科技（汽车精密零部件）、常青股份（汽车冲压焊接）、威唐工业（汽车模具与冲压件）为参考可比公司。

从ROE来看，2023年前三季度翔楼新材10.55的ROE显著高于行业均值7.53，显示出更强的盈利能力，基本面情况优异。从估值来看，可比公司PE（2024E）的均值为13.14，翔楼新材为12.25；可比公司PB（2024E）为1.90，而翔楼仅为1.49，均显著低于可比公司均值，处于明显低估的状态。

图：可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价	总市值	净资产收益率 ROE (2023Q3)	市盈率 PE			市净率 PB		
					TTM	2024E	2025E	MRQ	2024E	2025E
300660.SZ	江苏雷利	23.84	75.58	8.06	25.41	16.30	14.22	2.30	2.13	1.93
001311.SZ	多利科技	35.10	64.49	10.75	12.44	9.89	7.76	1.57	1.55	1.31
300926.SZ	博俊科技	24.85	69.29	13.36	27.84	16.01	11.69	4.90	3.50	2.75
002965.SZ	祥鑫科技	30.96	55.19	9.85	15.08	8.12	5.74	1.90	1.49	1.20
605319.SH	无锡振华	18.07	45.26	8.47	32.18	12.33	10.16	2.27	1.63	1.42
002997.SZ	瑞鹄模具	23.25	46.13	11.01	24.55	14.63	11.15	3.12	2.49	2.07
300953.SZ	震裕科技	39.38	40.48	2.26	169.14	14.10	9.75	1.66	1.46	1.28
605128.SH	上海沿浦	40.55	32.44	5.51	44.11	15.54	10.75	2.96	2.31	1.94

300680.SZ	隆盛科技	14.70	33.96	5.77	32.17	13.37	9.54	1.95	1.66	1.45
603768.SH	常青股份	11.89	24.26	5.97	17.79	10.59	8.39	1.18	1.08	0.97
300706.SZ	威唐工业	12.30	21.77	1.80	85.19	13.61	8.37	2.77	1.64	1.40
	均值	/	/	7.53	44.17	13.14	9.77	2.42	1.90	1.61
301160.SZ	翔樓新材	32.96	26.10	10.55	14.53	12.25	9.42	1.90	1.49	1.31

资料来源: iFind

*收盘价为2024年02月20日, 估值预测采用iFind一致预期

4.3 投资建议

公司专注于汽车和工业领域定制化精冲新材料需求, 是细分领域专精特新龙头企业, 具备较强的投资稀缺性。公司 PE (2024E) 为 12.25, 低于行业均值 13.14。考虑到公司所处的汽车行业的高成长性, 以及作为关键材料供应商的平台属性, 有望受益于行业的高增长, 展现出业绩弹性。同时, 公司工艺壁垒、客户壁垒雄厚, 预计将维持强者恒强的竞争优势。随着安徽工厂产能规模的扩大, 公司业绩成长确定性强、增长空间广阔。我们认为公司合理 PE 估值在 17.08 倍(15.77=行业均值 13.14×1.30, 给予 30%的龙头溢价), 结合 2024 年收入利润预测, 对应目标价 45.95 元, 给予“买入”评级。

五、风险提示

- 1) 下游价格波动导致利润率波动的风险;
- 2) 原材料市场价格波动的风险;
- 3) 市场拓展不及预期的风险。

華升證券研究

華升證券為中國首控集團有限公司（香港上市編號 01269.HK，下稱“首控集團”）旗下的全資附屬子公司。華升證券憑藉母公司的資源和優勢，致力推動中國投資者和企業完善境外投資及融資渠道，及協助境外投資者參與中國資本市場。華升證券研究作為華升證券的研究部門，主要從事香港市場股票研究，並專注於覆蓋教育行業上市公司，團隊專注基本面研究，挖掘被低估的投資機會並為客戶提供多種研究產品。

分析師聲明

主要負責撰寫本研究报告全部或部分內容的分析師在此聲明：(i) 本研究报告所表述的任何觀點均精準地反映了上述每位分析師個人對所評論的證券和發行人的看法；(ii) 該分析師所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在及將來均不會直接或間接地與研究报告所表述的具體建議或觀點相關。

免責條款

本文純粹為提供數據而編寫，並未經任何司法管轄區的任何監管機構審閱。本文所載數據可隨時更改，而無須事前另行通知。華升證券有限公司謹慎地編寫本文，然而華升證券及其關聯公司、其董事或僱員「相關方」並不就本文所載之聲明、數據、數據及內容的準確性、及時性和完整性做出任何明示或隱含之聲明或保證。本文亦不構成所涉及的任何買賣或交易之要約。閣下應進行獨立的評估及適當的研究，以對內容加以參考取舍。因此，如對任何因信賴或參考本文章內容所導致的損失，相關方將不會對您或任何第三方承擔任何及所有直接或間接因此而產生的責任。

風險披露

金融產品價格可能會波動，任何個別金融產品的價格可升亦可跌，甚至在某些情況下可變成毫無價值。買賣金融產品存有潛在風險，所以未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。在法律許可的情況下，華升證券或關聯機構可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務，因此，投資者應當考慮到華升證券及/或其相關人員或公司可能存在影響本報告觀點的潛在利益衝突。

本文所列載的商標、標識及服務商標乃本文所有內容的版權均屬於本公司擁有，閣下在未取得本公司書面同意前不得更改、複製、發放、刊登或下載，或用於商業或公眾用途。