

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

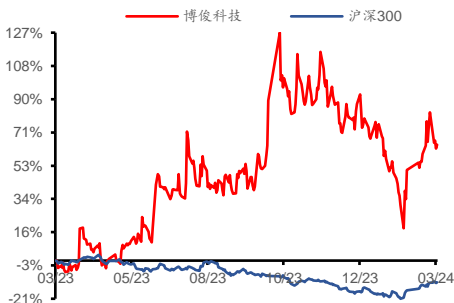
买入 (首次)

行业: 汽车
日期: 2024年03月08日分析师: 仇百良
SAC 编号: S0870523100003
分析师: 李煦阳
SAC 编号: S0870523100001

基本数据

最新收盘价 (元) 26.93
12mth A 股价格区间 (元) 18.06-37.14
总股本 (百万股) 278.83
无限售 A 股/总股本 91.76%
流通市值 (亿元) 68.90

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

主机厂客户带动冲压业务高增，布局一体化压铸成长可期

■ 投资摘要

公司深耕汽车冲压业务多年，转型白车身总成驱动业绩高增。博俊以冲压起家，熟练运用冲压、热成型、焊接、注塑、装配等多种工艺，为白车身总成产品开拓奠定基础，重庆、常州工厂投产后业务持续放量。公司2023年前三季度实现营收17.01亿元、归母净利润1.82亿元，同比分别+103.07%、125.21%。产能方面，常州二期及河北工厂将于24Q4投产，重庆沙坪坝项目预计25H2投产，公司业绩有望迈上新的台阶。

理想、吉利等主机厂车型热销带动营收增长，主机厂客户营收占比持续提升。短期来看，理想L7/L8/L9、吉利星越L等热销车型带动整车客户营收增长，问界M7/M9、深蓝S7、理想W01等热门车型也值得期待，23H1理想和吉利营收占比高达50%，前三季度前五大客户中主机厂占四家。中长期看公司在手订单充足，2023-2025年在手订单71亿元。

轻量化布局热成型和一体化压铸，有望打开第二成长空间。热冲压提升车身防撞性能，抗拉强度可达1500Mpa，主要应用于防撞梁等汽车安全件，公司熟练掌握工艺并应用于车身件。一体化压铸可以帮助汽车减重10%，具备提高生产效率、延长续航的优势，公司2500T/3500T/4500T压铸设备投放在成都工厂，9000T设备投放在常州二期。

■ 投资建议

公司白车身业务放量，持续拓展重要客户，传统冲压零部件业务稳定增长，一体化压铸布局有望打开成长空间。我们预计公司2023-2025年分别实现归母净利润3.07亿元、4.43亿元、6.09亿元，对应当前市值市盈率分别为24.42X/16.97X/12.32X。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

原材料价格波动的风险，客户相对集中的风险，产品价格波动的风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1391	2779	3811	5030
年增长率	72.7%	99.8%	37.1%	32.0%
归母净利润	148	307	443	609
年增长率	75.6%	107.9%	43.9%	37.7%
每股收益 (元)	0.53	1.10	1.59	2.19
市盈率 (X)	50.77	24.42	16.97	12.32
市净率 (X)	5.89	4.78	3.73	2.86

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024年03月08日收盘价)

目 录

1 深耕冲压业务，产能释放推动产销和业绩高增	4
1.1 纯正的冲压件标的，实控人持股比例较高.....	4
1.2 持续拓展冲压件产品品类，白车身业务增长亮眼.....	4
1.3 上市后业绩迎来快速释放，23Q3 继续实现高增长.....	7
2 冲压件竞争格局分散，切入白车身量利齐升	8
2.1 预计 2025 年乘用车冲压件市场规模为 2407 亿元.....	8
2.2 车身模块化产品量价齐升推动冲压业务业绩高增.....	8
2.3 从 Tier1 到主机厂，客户层面不断拓展增量市场.....	9
2.4 产能加速扩张，新项目紧贴产业集群.....	11
3 布局热冲压成型和一体化压铸，汽车轻量化打开想象空间	12
3.1 热冲压提升车身防撞性能，有利于实现轻量化.....	12
3.2 布局一体化压铸，成都博俊有望于 2024 年 4 月投产.....	15
4 盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议.....	17
5 风险提示：	18

图

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：截至 2023 年 10 月，公司实控人伍亚林、伍阿凤夫妇 合计持股比例为 73.10%.....	4
图 3：博俊科技冲压件产品在汽车上的主要应用范围.....	5
图 4：白车身业务营收大幅提升（单位：亿元）.....	6
图 5：白车身业务毛利大幅提升（单位：亿元）.....	6
图 6：博俊科技 23Q1-Q3 营收 17.01 亿元，同比增长 103% （单位：亿元、%）.....	7
图 7：博俊科技 23Q1-Q3 实现归母净利润 1.82 亿元，同比增 长 125%（单位：亿元、%）.....	7
图 8：冲压业务贡献主要营收（单位：%）.....	7
图 9：冲压业务贡献主要毛利（单位：%）.....	7
图 10：博俊科技部分供货车型季度销量情况（单位：辆）.....	10
图 11：汽车轻量化实现路径.....	12
图 12：热冲压成形工艺过程及组织演变.....	13
图 13：汽车车身典型热冲压零件.....	14
图 14：特斯拉车身+电池一体化压铸方案.....	15

表

表 1：博俊科技各品类零部件产品概况.....	5
表 2：博俊科技车身模块化产品概况.....	6
表 3：汽车冲压件国内市场空间测算.....	8
表 4：博俊科技冲压业务细分产品收入、成本、毛利率情况.....	9
表 5：博俊科技 2020-23H1 前五大客户情况.....	9

表 6: 博俊科技 2021-2022 年新增大客户销售额 (单位: 亿元)	10
表 7: 博俊科技主机厂供货及定点车型	10
表 8: 博俊科技投产及在建工厂概况	11
表 9: 博俊科技重要子公司 2022 年财务概况 (单位: 亿元)	11
表 10: 热冲压的技术优势及缺点	14
表 11: 上市募投项目及 2023 年可转债募投项目中, 热成型在产线构成和应用技术中均有重要作用	15
表 12: 部分车企一体化压铸布局	16
表 13: 主流压铸厂的一体化压铸布局	16
表 14: 分业务营收及毛利预测	17

1 深耕冲压业务，产能释放推动产销和业绩高增

1.1 纯正的冲压件标的，实控人持股比例较高

博俊科技深耕汽车冲压业务，冲压件向总成拓展、产能陆续释放，业绩持续高增。公司主要产品为面向 Tier1 的冲压零部件和面向整车厂的车身模块化产品。

公司业务从冲压零部件转型白车身总成为主。2004 年开始实控人伍氏夫妇陆续成立模具公司和部件公司，2011 年业务开始向昆山搬迁；2017 年在昆山本部之外设立重庆博俊和成都博俊，2019 年重庆博俊投产，2022 年常州博俊投产，公司产品重心转向白车身总成。

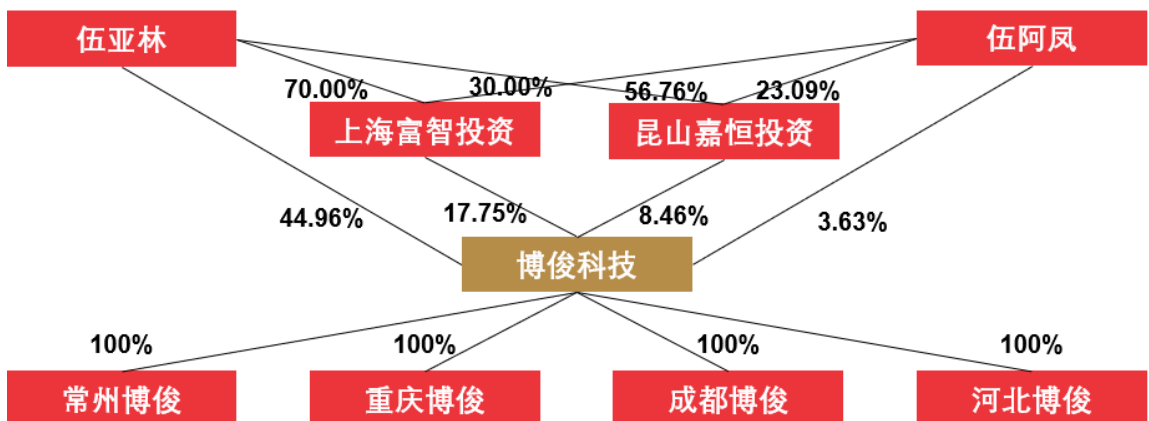
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，2023 年半年报，投资者关系活动记录表，Wind，上海证券研究所

实控人持股超 70%，公司股权集中。截至 2023 年 10 月，实控人伍亚林、伍阿凤夫妇合计持股比例为 73.10%（双方直接持股 48.59%，通过上海富智投资和昆山嘉恒投资间接持股 24.51%）。

图 2：截至 2023 年 10 月，公司实控人伍亚林、伍阿凤夫妇合计持股比例为 73.10%

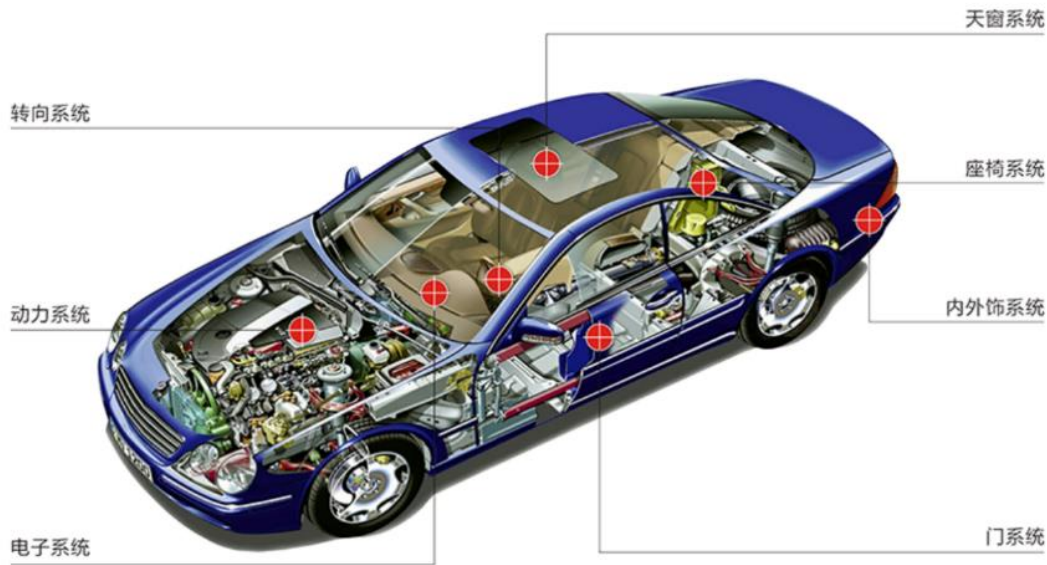


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 持续拓展冲压件产品品类，白车身业务增长亮眼

公司冲压零部件产品以传动类、框架类、其他类为主。传动类分为转向系统、动力系统，框架类分为车门系统、天窗系统、电子系统，其他类分为内饰系统、排气系统等。

图 3：博俊科技冲压件产品在汽车上的主要应用范围



资料来源：可转债募集说明书，上海证券研究所

表 1：博俊科技各品类零部件产品概况

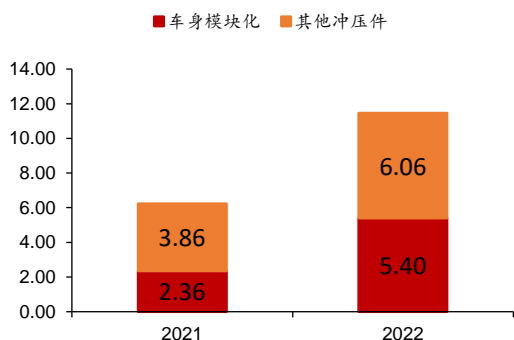
产品大类	应用范围	类型产品	用途工艺
传动类	转向系统	转向管柱、支架、锁套、电控盖	用于保护和固定转向轴，保护司机安全。主要工艺包括冲压、焊接、车削、铆接、表面处理等。
	动力系统	发动机部件、离合器部件、减震器部件、涡轮增压器部件、新能源汽车电池支架	用于气缸、控制阀、油泵、排放等机构中。主要工艺包括冲压、铆接、平面磨、表面处理等。
框架类	车门系统	门锁底板、玻璃升降器、铰链、锁钩	用于汽车侧门锁及前后盖锁。主要工艺包括冲压、铆接、表面处理等。
	天窗系统	框架、导轨	用于天窗的固定和运动。主要工艺包括冲压、表面处理、注塑、铆接等。
	电子系统	音响框架、显示器框架、雷达支架	汽车主动安全的重要部分，用于观测汽车行驶时的路况及车辆，支架起到固定及调节作用，此外还包括信息交流装置设备框架及固定装置。
其他类	内饰系统	手刹部件、排档部件、脚踏部件、饰件	主要为手刹等部件，通过钢丝拉线连接到后制动蹄上以对车辆进行制动。
	排气系统	排气外壳、端锥、排气筒	确保排气功能的运转、固定和美观。主要工艺包括冲压、焊接、铆接、表面处理等。
	其他	车灯部件、管路部件、电子秤部件	-

资料来源：可转债募集说明书，上海证券研究所

白车身业务营收、毛利均有大幅提升。白车身业务 2022 年实现营收 5.40 亿元，实现毛利 1.10 亿元，在冲压业务中的营收占比由 2021 年的 37.90% 提升至 47.12%，毛利占比由 2021 年的 21.40% 提升至 49.16%。实现营收快速增长的主要原因是常州博俊开拓新客户、重庆博俊客户模块化订单增加，成本端原材料价格下降叠加重庆博俊产能释放，从而毛利贡献也大幅提升。

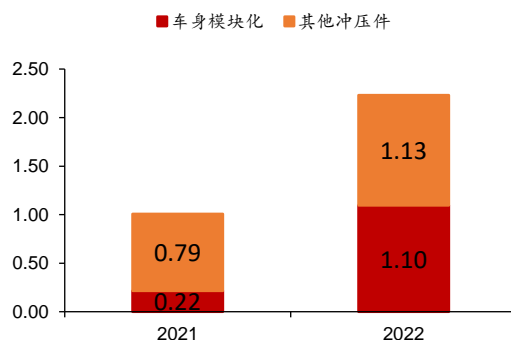
请务必阅读尾页重要声明

图 4：白车身业务营收大幅提升（单位：亿元）



资料来源：2022 年年报问询函回复公告，上海证券研究所

图 5：白车身业务毛利大幅提升（单位：亿元）



资料来源：2022 年年报问询函回复公告，上海证券研究所

白车身业务是指车身模块化及仪表台骨架等总成。公司自 2018 年开始拓展车身模块化业务，相继成功开发了侧围，后侧围内板，地板，前纵梁总成及防撞梁，仪表台骨架等模块化产品。

表 2：博俊科技车身模块化产品概况

产品	图示
侧围	
后侧围内板	
地板	
前纵梁总成及防撞梁	
仪表台骨架	

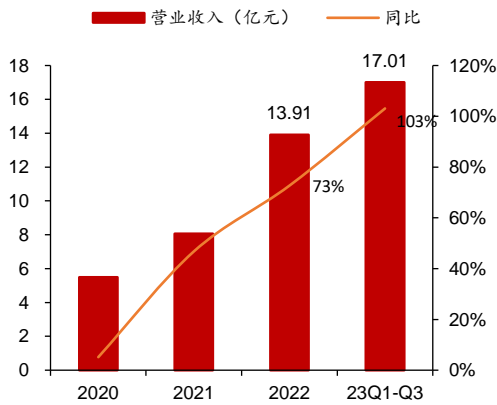
资料来源：可转债募集说明书，上海证券研究所

1.3 上市后业绩迎来快速释放，23Q3 继续实现高增长

2022 年/2023 年前三季度，公司分别实现营收 13.91/17.01 亿元，同比分别+72.68%/103.07%。23Q3 单季度实现营收 6.79 亿元，同比+83.74%、环比+11.67%；公司主要客户理想、吉利等整车厂的相关车型销量较好，助推公司营收持续提升。

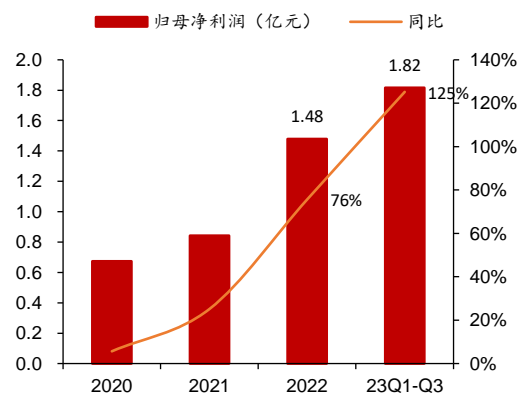
2022 年/2023 年前三季度，分别实现归母净利润 1.48/1.82 亿元，同比分别+75.61%/125.21%，净利率分别为 10.63%/10.68%。23Q3 单季度实现归母净利润 0.86 亿元，同比+103.51%，净利率为 12.72%，环比+2.71pct。公司费用管控较好，期间费用率降至近几年最低水平，2023 年前三季度期间费用率为 8.52%。

图 6：博俊科技 23Q1-Q3 营收 17.01 亿元，同比增长 103%（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

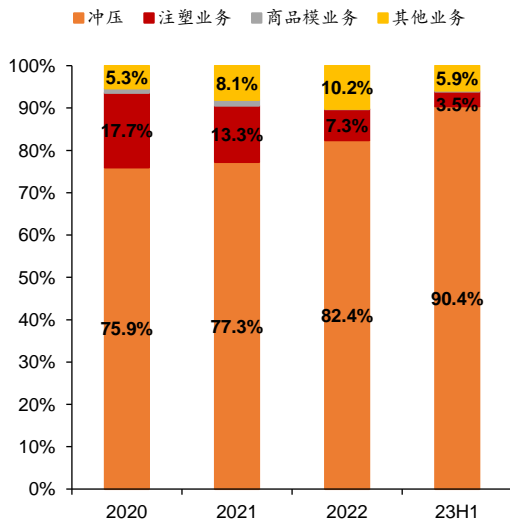
图 7：博俊科技 23Q1-Q3 实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 125%（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

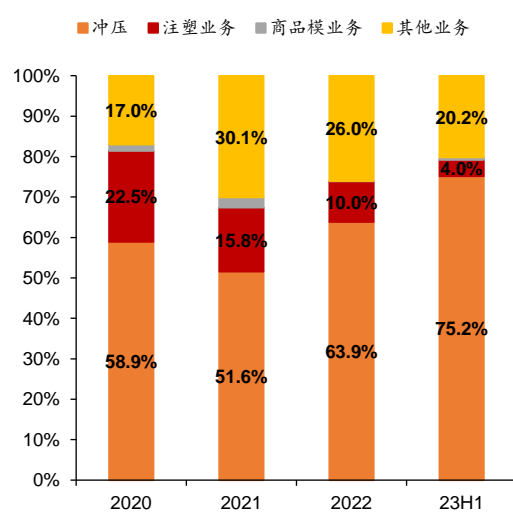
冲压业务贡献主要营收和毛利。23H1，冲压业务实现营收 9.23 亿元，占比 90.39%；实现毛利 1.88 亿元，占比 75.19%。

图 8：冲压业务贡献主要营收（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：冲压业务贡献主要毛利（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 冲压件竞争格局分散，切入白车身量利齐升

2.1 预计 2025 年乘用车冲压件市场规模为 2407 亿元

汽车冲压件在汽车零部件中广泛应用，平均单车用量约 1500 件。根据多利科技招股说明书，汽车制造中有 60%-70% 的金属零部件需要冲压加工成型，平均每辆车上约有 1,500 个冲压件。

预计 2025 年乘用车冲压件市场规模为 2407 亿元，行业空间较为稳定。汽车冲压零部件品类繁多、开发周期长，但使用年限长，一般不需要更换，产品生命周期跟随汽车的生命周期及市场供求变化，市场需求相对稳定。随着新车型的引进、旧车型的更新换代，乘用车冲压件市场空间不断增大。

预计 2025 年市场规模为 2407 亿元，3 年的 CAGR=0.94%。测算基于以下假设：量：根据中汽协数据，2022 年国内乘用车产量 2384 万辆，假设 2023-2025 年保持 3% 增速稳定增长。价：根据智研资讯测算，冲压件单车价值量逐年走低，2022 年冲压件单车价值量为 9820 元，考虑年降 2%。

表 3：汽车冲压件国内市场空间测算

	2022	2023E	2024E	2025E
国内乘用车产量（万辆）	2384	2455	2529	2605
冲压件单车价值量（万元/辆）	0.98	0.96	0.94	0.92
国内冲压件市场规模（亿元）	2341	2363	2385	2407
2022-2025 年 CAGR				0.94%

资料来源：中汽协，智研咨询，上海证券研究所

汽车冲压件行业竞争格局分散，但市占率普遍不高，国内大型民企具备模具自主设计制造能力和成本优势。汽车冲压件种类繁多，市场空间较大，但是市场相对分散，行业集中度较低，以多利科技在招股书中披露的数据为例，其主要产品在细分的乘用车冲压件产品品类中的市占率大体在 1%-4%。

冲压厂商分类：第一类为国外汽车巨头在国内的合资企业，其生产技术较为先进，居于早期市场龙头地位；第二类为以多利科技、华达科技、黎明股份、常青股份等为代表的国内大型民营冲压件生产企业，其已形成一定规模，具有自主模具设计制造能力和成本竞争力；第三类为数量众多的中小型冲压件厂商，其研发能力、生产技术等较弱，模具开发能力不足，效益较低。

2.2 车身模块化产品量价齐升推动冲压业务业绩高增

公司实现高速增长的主要原因是产品从冲压零部件为主转向白车身总成为主。利润方面，车身模块化产品放量摊薄成本。2022年，车身模块化产品毛利率提升 11pct 至 20%；冲压业务整体毛利率提升 3pct 至 19%。

表 4：博俊科技冲压业务细分产品收入、成本、毛利率情况

产品名称	2021 年度			2022 年度			毛利率变动
	收入 (亿元)	成本 (亿元)	毛利率	收入 (亿元)	成本 (亿元)	毛利率	
冲压业务	6.22	5.22	16%	11.46	9.23	19%	+3pct
其中： 车身模块化	2.36	2.14	9%	5.40	4.30	20%	+11pct
传动类	1.76	1.30	26%	2.17	1.60	26%	-0pct
框架类	1.82	1.56	14%	2.93	2.55	13%	-1pct
其他类	0.28	0.21	25%	0.95	0.78	19%	-6pct

资料来源：2022 年年报问询函回复，上海证券研究所

2.3 从 Tier1 到主机厂，客户层面不断拓展增量市场

客户转变为整车厂为主，23H1 理想、吉利、比亚迪合计营收占比 56%。

表 5：博俊科技 2020-23H1 前五大客户情况

年份	序号	客户名称	销售额 (亿元)	营收占比	整车厂	Tier1
23H1	1	理想汽车	3.2	31%	√	
	2	吉利集团	2.0	20%	√	
	3	蒂森克虏伯	0.8	8%		√
	4	比亚迪股份	0.5	5%	√	
	5	科德集团	0.4	4%		√
	合计		7.0	68%	56%	12%
2022 年度	1	吉利集团	2.4	17%	√	
	2	理想汽车	2.1	15%	√	
	3	蒂森克虏伯	1.5	11%		√
	4	科德集团	0.8	6%		√
	5	赛力斯集团	0.8	6%	√	
	合计		7.6	54%	38%	17%
2021 年度	1	蒂森克虏伯	1.1	14%		√
	2	吉利集团	1.1	14%	√	
	3	长安汽车集团	0.8	10%	√	
	4	伟巴斯特集团	0.7	8%		√
	5	科德集团	0.6	7%		√
	合计		4.3	53%	23%	30%
2020 年度	1	蒂森克虏伯	0.9	17%		√
	2	伟巴斯特集团	0.7	12%		√
	3	科德集团	0.5	8%		√
	4	麦格纳集团	0.4	7%		√
	5	凯毅德集团	0.4	7%		√
	合计		2.8	51%	0%	51%

资料来源：公司可转债募集说明书，上海证券研究所

原有 Tier1 客户稳定增长，新增大客户均为整车厂。蒂森克虏伯和科德集团等 Tier1 的销售额均稳定增长。2021 年后新增的大客户均为整车厂。

表 6：博俊科技 2021-2022 年新增大客户销售额（单位：亿元）

公司	采购内容	开始合作时间	2022 年销售额	2021 年销售额
理想汽车	车身模块化产品	2021 年	2.05	-
赛力斯集团	车身模块化产品	2019 年	0.79	0.11
吉利集团	车身模块化产品	2019 年	2.41	1.11
长安汽车集团	车身模块化产品	2019 年	0.69	0.77
合计			5.93	1.99

资料来源：2022 年年报问询函回复，可转债募集说明书，可转债问询函回复，上海证券研究所

公司在手订单充足，根据公司投资者关系活动记录表，截至 2022 年 12 月 31 日，2023-2025 年在手订单 71 亿元。向主机厂供货及项目定点的车型也较为丰富，公司在比亚迪、吉利、长安福特、长安、赛力斯、理想等整车厂有丰富供货和新增定点项目。

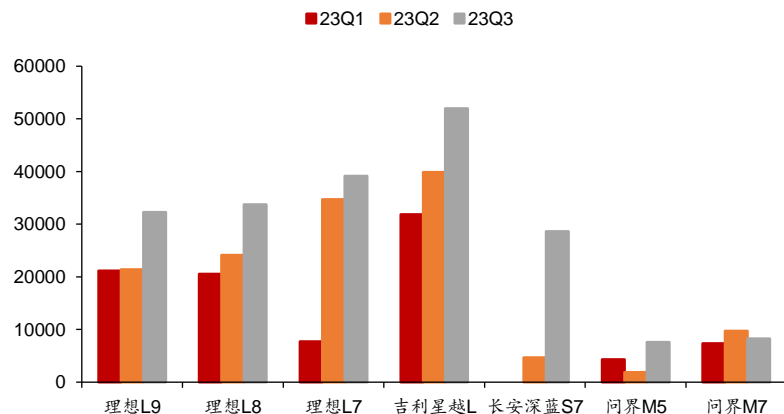
表 7：博俊科技主机厂供货及定点车型

主机厂	车型
比亚迪	宋、宋 Plus、海豹、海狮等
吉利	星越 L、星越 L-高配、PA2A、SD3A、极氪等
长安福特	CDX706、CDX707、CD542、CD764
长安	深蓝 S7、C318、E12
赛力斯	问界 M5、M5-纯电、M7、M9
理想	L9、L8 高低配、L7 高低配、W01
长城	C03
滴滴	-

资料来源：投资者关系活动记录表，上海证券研究所

理想、吉利等主机厂客户的配套车型销量较好，带动公司整体业绩提升。理想作为公司第一大客户，23H1 实现销售额 3.2 亿元，根据 Marklines，公司配套 L 系列三款车型 23H1 的销量为 13.0 万辆，23Q3 销量为 10.5 万辆，车型销量持续提升带动业绩高增。

图 10：博俊科技部分供货车型季度销量情况（单位：辆）



资料来源：Marklines，上海证券研究所

2.4 产能加速扩张，新项目紧贴产业集群

公司本部以 Tier1 客户为主，并选择在主机厂较为集中的重庆、成都、常州等地建厂。常州、重庆工厂主要定位白车身，成都工厂定位一体化压铸；重庆博俊 2021 年投产后逐渐释放产能；常州博俊自 2022 年 9 月开始贡献营收；成都博俊工厂预计 2024 年 4 月达到预定可使用状态。

表 8：博俊科技投产及在建工厂概况

工厂	业务规划及客户情况
昆山本部	产品为冲压零部件及模具，主要服务 Tier1，业务量预计年均增长 10-15%
常州博俊	产品为车身模块化，主要客户是整车厂，主要客户为理想、吉利、合创、牛创
重庆博俊	产品为车身模块化，主要客户是整车厂，主要客户为吉利、长安福特、赛力斯、长城
成都博俊	定位高压铸铝一体化产品，服务新能源主机厂，预计 24 年 4 月达到预定可使用状态

资料来源：投资者关系活动记录表，上海证券研究所

常州、重庆工厂产能逐渐释放，2022 年净利润均超 4000 万元。2022 年，重庆博俊实现营收 5.15 亿元、净利润 0.41 亿元，净利率 8%；常州博俊实现营收 2.76 亿元、净利润 0.43 亿元，净利率 16%。

表 9：博俊科技重要子公司 2022 年财务概况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
重庆博俊	1.50	10.86	1.74	5.15	0.44	0.41
成都博俊	0.20	1.15	0.16	0.00	-0.01	-0.01
常州博俊	0.30	9.36	0.72	2.76	0.55	0.43

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司上市后积极扩张产能，近期相继公布常州博俊新建及扩产项目、河北博俊新建项目规划。公司上市之初建设重庆、成都、常州三个项目，2023 年公布多个项目，主要包括常州博俊扩产、河北博俊新建、重庆博俊精密模具和汽车零部件研发生产基地等项目。

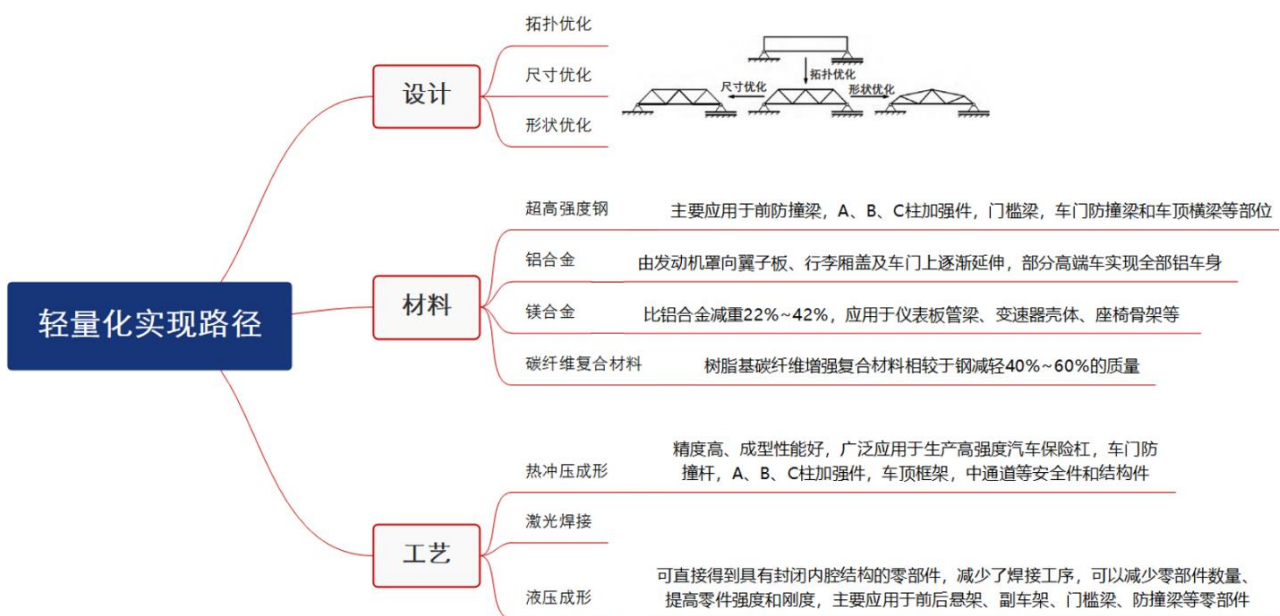
3 布局热冲压成型和一体化压铸，汽车轻量化打开想象空间

汽车轻量化可以提升燃油效率和降低能耗，是全球汽车工业一致目标。根据欧洲汽车工业协会的研究，汽车质量每下降 100 公斤，百公里油耗可下降 0.4L，碳排放大约可以减少 1 公斤。美国能源部数据亦显示，汽车重量每下降 10%，则其燃料消耗降低 6%-8%，若汽车的传统钢铁部件被轻量化材料替代，则汽车车身及底盘的重量可降低至 50%，相应碳排放亦会降低。因此，汽车轻量化能够有效降低碳排放。

相比于传统汽油车领域，汽车轻量化对于节能与新能源汽车领域的发展更为关键。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，汽车轻量化是新能源汽车、节能汽车与智能网联汽车的共性基础技术，是我国节能与新能源汽车技术的未来重点发展方向。

轻量化可以通过结构、材料、技术的优化来实现。实现汽车轻量化的途径有三条：一是通过整车优化结构设计；二是优化材料设计，即用低密度材料代替钢铁材料的应用；三是轻量化制造技术，通过技术应用，实现轻量化设计和轻量化材料。

图 11：汽车轻量化实现路径



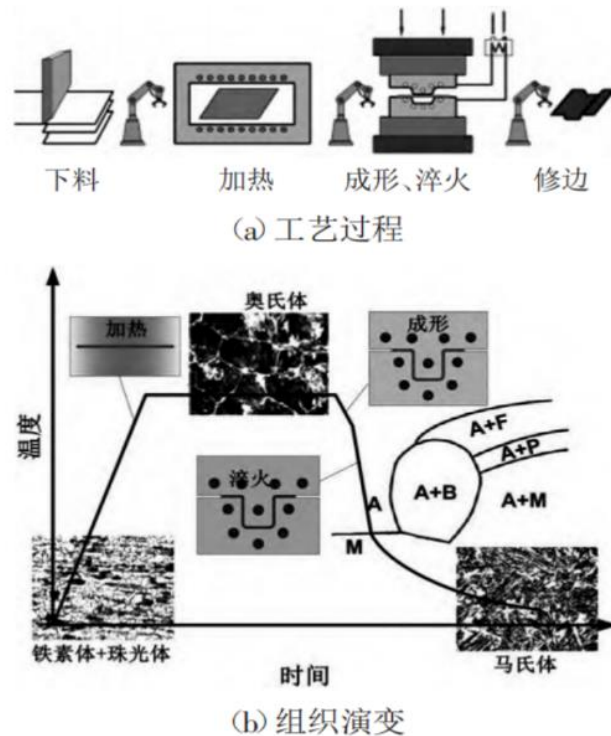
资料来源：《轻量化技术和材料在汽车工程中的应用》（赵显蒙等），麦复材，上海证券研究所

3.1 热冲压提升车身防撞性能，有利于实现轻量化

热冲压使高强度金属实现复杂形状零件的冲压成形加工，抗拉强度可达 1500Mpa。热冲压利用金属在高温下具有的良好塑性，使常温下成形性能差的高强度金属能够实现复杂形状零件的冲压

成形加工。热冲压成形工艺是将热冲压成形用钢加热至奥氏体化，在奥氏体温度区间保温一段时间后，快速转移至热冲压模具中进行成形和淬火。最终零件组织通常为完全的马氏体组织，抗拉强度可达到 1500MPa 甚至更高。热冲压成形工艺结合了冲压和热处理过程，奥氏体组织塑性好、变形抗力小，在零件成形后奥氏体转变为马氏体，使零部件回弹小、强度高。

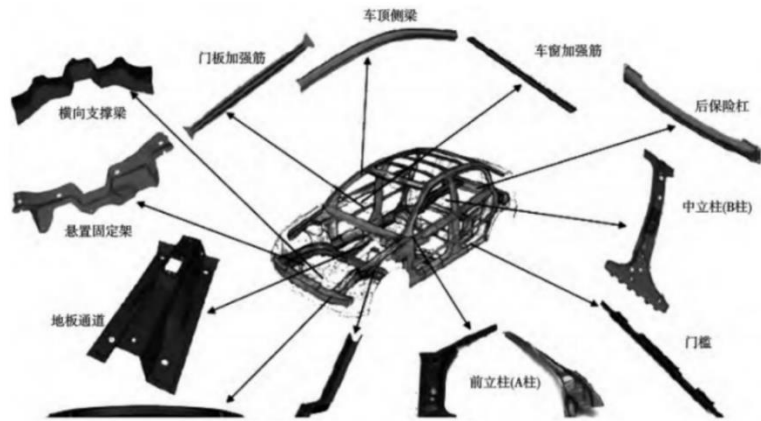
图 12：热冲压成形工艺过程及组织演变



资料来源：《轻量化技术和材料在汽车工程中的应用》(赵显蒙等)，上海证券研究所

热成形件主要应用在汽车安全件上，如车门防撞梁、B柱加强板、地板纵梁、门槛梁等零部件。采用热成形钢板冲压件的零件通常是车身碰撞传力路径的安全结构件，大多要求具有高强度，起到防止碰撞时过分变形、入侵乘员生存空间的作用。同时对零件的韧性有一定要求，比如车门防撞梁、B柱等，在发生碰撞发生变形时，不能过早弯折断裂，以起到吸收能量的作用。由于轻量化及对碰撞安全的要求越来越高，热成形钢在汽车骨架上的应用比例也在不断扩大。

图 13: 汽车车身典型热冲压零件



资料来源:《轻量化技术和材料在汽车工程中的应用》(赵显豪等), 上海证券研究所

高强钢热冲压技术提升车型的防撞性能、实现更大程度的车身轻量化, 是汽车轻量化的重要实现途径。热冲压将高强度金属形成抗拉强度高、回弹小的冲压件, 在防撞等安全方面表现较好。同时, 通过厚度减薄, 减轻零件重量, 结构优化, 取消某些加强件减轻重量, 在汽车轻量化方面也有一定优势。

表 10: 热冲压的技术优势及缺点

技术优势	提高车型的防撞性能
	实现更大程度的车身轻量化, 减少油耗和二氧化碳排放
	零件成形性相对较好
	零件尺寸精度高
	车身结构设计简单, 加强板数量有效减少
	有效提高零件的表面硬度及其耐磨性
	降低冲压噪声
缺点	通过车身结构设计优化, 可以有效控制综合制造成本
	生产节拍慢 (3 冲程/分钟)
	需要激光切割进行切边、冲孔
	工艺影响因素比冷压复杂得多
	固有废品率远远高于冷冲压
	单件成本高
	工作环境比冷冲压差
技术门槛和投资门槛比较高	
热冲压仿真精度较差 (热胀冷缩、组织转变及其回弹 CAE 非常难)、调试周期相对较长	

资料来源:《锻造与冲压》, 上海证券研究所

博俊上市后的产线建设和应用技术方面, 热成型均占据重要地位, 可转债募投项目中热成型产品达产后预计年收入 3.2 亿元。自上市后, 重庆博俊、常州博俊的产线构成和应用技术中均有热成型, 以 2023 年可转债募投项目中的汽车零部件产品扩建项目为例, 其收入估算中显示, 项目达产后年产超高强度钢板热成型冲

压件 300 套，形成收入 3.2 亿元。此外，2023 年 6 月先后公告的常州和河北项目中也提到主营业务包含热成型。

表 11：上市募投项目及 2023 年可转债募投项目中，热成型在产线构成和应用技术中均有重要作用

项目	上市前主营	首发上市项目		2023 年可转债项目	
名称	-	汽车零部件、模具生产线建设项目	汽车零部件及模具生产基地项目	常州博俊年产 5000 万套汽车零部件、1000 套模具项目	汽车零部件产品扩建项目
细分类型	面向一级汽车零部件供应商的精密零部件产品及生产性模具	车身模块化产品及生产性模具	车身模块化产品及生产性模具	车身模块化产品及生产性模具	车身模块化产品
产线构成	冲压、二次加工、焊接、模具加工	冲压、焊接、热成型、激光切割、模具加工	压铸岛，整形，机加工，装配、模具加工	冲压、焊接、热成型、激光切割、模具加工	冲压、焊接、热成型、激光切割
应用技术	冲压、焊接等	轻量化、热成型、抛丸、冲压、焊接、激光切割	超大型一体化高压压铸等	轻量化、热成型、抛丸、冲压、焊接、激光切割	轻量化、热成型、抛丸、冲压、焊接、激光切割
实施主体	江苏博俊	重庆博俊	成都博俊	常州博俊	常州博俊

资料来源：博俊科技可转债问询函回复公告，上海证券研究所

3.2 布局一体化压铸，成都博俊有望于 2024 年 4 月投产

一体化压铸可以帮助汽车减重 10%。一体化压铸使用超大型压铸机一次压铸成型，大幅降低制造成本。特斯拉计划用 2-3 个大型压铸件替换由 370 个零件组成的下车体总成；使用一体化压铸技术后，车身系统节省重量超 10%，后底板总成系统成本降低 40%。

图 14：特斯拉车身+电池一体化压铸方案



资料来源：佐思汽车研究，上海证券研究所

一体化压铸具备减自重、提高生产效率、延长续航的优势，车企加速布局推进，有望推动赛道步入高速发展阶段。

新势力：特斯拉采用一体化压铸后地板的 Model Y 已正式交付，蔚来 ET5、极氪 009、高合 HiPhi Y、小鹏 G6 等车型也实现了一体化压铸。

传统车企：大众、沃尔沃等国外传统车企的一体化压铸车型预计 2025 年量产。长安、长城等国内车企已开始项目招投标。

表 12: 部分车企一体化压铸布局

主机厂	布局模式	布局车型	压铸机供应商	模具供应商	压铸件供应商	材料供应商
特斯拉	自建+采购 (计划中)	Model Y Cybertruck	意德拉 布勒 (计划中)	赛维达	特斯拉	美国美铝
蔚来	采购	ET5 ES7	力劲科技	广州型腔	文灿股份 美利信	帅翼驰 (美铝)
小鹏	自建+采购	2023 年新平 台车型	力劲科技	广州型腔	广东鸿图	广东鸿图 立中集团 (估计)
理想	采购	W 平台车型	力劲科技	文灿模具 (估计)	文灿股份	立中集团 (估计)
高合	采购	后续新车型	力劲科技	/	拓普集团	上海交大
沃尔沃	自建	2025 年后新 车型	布勒集团	/	/	/
长城	自建	/	力劲科技	赛维达	长城精工	立中集团
极氪	自建	极氪 009	力劲科技	赛维达	/	苏州慧金
长安	自建	/	伊之密	/	/	/

资料来源: 佐思汽车研究, 懂车帝, 压铸网, 伊之密, 上海证券研究所

中游压铸厂采购大型压铸设备积极布局一体化压铸。文灿股份、拓普集团、广东鸿图、旭升股份、美利信等中游的压铸厂商纷纷通过采购大型压铸设备并与车企合作的方式布局汽车一体化压铸。

表 13: 主流压铸厂的一体化压铸布局

企业	大型压铸设备	合作设备厂	配套车企
文灿股份	2 台 6000T、2 台 7000T、3 台 9000T	力劲科技	蔚来、理想
拓普集团	6 台 7200T	力劲科技	高合
广东鸿图	1 台 6800T, 另外采购力劲大型智能压铸单元共 8 台套 (含 12000T)	力劲科技	小鹏、特斯拉
旭升股份	未来三年内采购总价约 2 亿元的压铸岛设备, 机型覆盖 1300T-4500T、6600T 和 8800T	海天金属	-
美利信	2 台 6600T、3 台 8800T	海天金属	-
爱柯迪	2022 年拟购入 45 台压铸机, 其中包括 2 台 6100T、2 台 8400T	布勒集团	-
博俊科技	5 套 3500T-9000T	力劲科技	-

资料来源: 佐思汽车研究, 博俊科技投资者关系活动表, 上海证券研究所

公司通过成都博俊等布局高压铸铝及一体化压铸, 采购 5 台套 3500T-9000T 压铸单元, 并已取得部分订单。根据公司投资者交流纪要, 目前计划 2500 吨、3500 吨和 4500 吨压铸设备投放在成都工厂, 9000 吨压铸设备投放在常州二期项目。公司与力劲集团签约采购 5 台套 3500T-9000T 压铸单元, 并且已经获得部分订单。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

基本假设如下：

1. 冲压业务：(1) 收入：零部件假定增速 10%-15%；白车身根据订单预估，2023-2025 年分别实现营收 18.00/27.00/37.80 亿元；(2) 毛利：假设毛利率为 20.00%/20.50%/21.00%。

2. 其他业务：(1) 收入：营收占比小，以 23H1 数据为基础稳定增长；(2) 毛利：假设与 23H1 毛利率基本持平。

表 14：分业务营收及毛利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
冲压业务				
营收 (百万元)	1,145.8	2,501.5	3,499.7	4,687.7
零部件	606.0	701.5	799.7	907.7
白车身	539.8	1,800.0	2,700.0	3,780.0
YOY	84%	118%	40%	34%
成本 (百万元)	922.8	1,816.8	2,664.5	3,672.9
毛利 (百万元)	223.0	500.3	717.4	984.4
毛利率	19%	20%	21%	21%
商品模业务				
营收 (百万元)	1.8	5.1	5.9	6.6
YOY	-83%	182%	15%	12%
成本 (百万元)	1.4	2.6	3.0	3.3
毛利 (百万元)	0.4	2.6	3.0	3.3
毛利率	24%	50%	50%	50%
注塑业务				
营收 (百万元)	101.6	113.8	127.4	140.1
YOY	-5%	12%	12%	10%
成本 (百万元)	66.7	79.6	89.2	98.1
毛利 (百万元)	34.9	34.1	38.2	42.0
毛利率	34%	30%	30%	30%
其他业务				
营收 (百万元)	141.7	158.7	177.8	195.5
YOY	116%	12%	12%	10%
成本 (百万元)	50.9	31.7	35.6	39.1
毛利 (百万元)	90.8	127.0	142.2	156.4
毛利率	64%	80%	80%	80%

资料来源：Wind，上海证券研究所

4.2 投资建议

公司白车身业务放量助推业绩高增长，在手订单充足并持续拓展重要客户及车型，产能释放的同时新建和扩张产能，传统冲压零部件业务稳定增长，一体化压铸布局有望打开第二成长空间。我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 3.07 亿元、4.43 亿元、6.09 亿元，对应当前市值的市盈率分别为 24.42X/16.97X/12.32X。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示：

原材料价格波动的风险；客户相对集中的风险；产品价格波动的风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	226	772	959	1317
应收票据及应收账款	712	1390	1916	2529
存货	619	1091	1491	1979
其他流动资产	212	285	406	536
流动资产合计	1768	3538	4772	6360
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	764	886	1057	1169
在建工程	229	302	374	472
无形资产	80	98	119	141
其他非流动资产	243	210	224	239
非流动资产合计	1316	1496	1774	2021
资产总计	3084	5034	6545	8381
短期借款	484	650	843	1050
应付票据及应付账款	997	1918	2664	3534
合同负债	147	217	327	436
其他流动负债	102	202	222	262
流动负债合计	1731	2987	4056	5282
长期借款	40	230	230	230
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	38	247	247	247
非流动负债合计	78	477	477	477
负债合计	1809	3464	4533	5759
股本	155	279	279	279
资本公积	518	394	394	394
留存收益	602	896	1339	1948
归属母公司股东权益	1275	1570	2012	2621
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1275	1570	2012	2621
负债和股东权益合计	3084	5034	6545	8381

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	-89	281	429	582
净利润	148	307	443	609
折旧摊销	61	108	134	156
营运资金变动	-372	-238	-226	-262
其他	74	103	79	79
投资活动现金流量	-327	-267	-409	-400
资本支出	-327	-333	-412	-402
投资变动	0	0	0	0
其他	0	66	3	2
筹资活动现金流量	416	529	167	175
债权融资	303	393	194	207
股权融资	198	0	0	0
其他	-85	136	-27	-32
现金净流量	1	546	187	357

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1391	2779	3811	5030
营业成本	1042	2115	2910	3844
营业税金及附加	7	12	15	19
销售费用	6	10	13	18
管理费用	60	115	163	213
研发费用	51	96	136	175
财务费用	11	17	21	25
资产减值损失	-29	-52	-46	-46
投资收益	-2	2	3	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	168	353	507	697
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	169	353	507	697
所得税	21	45	64	88
净利润	148	307	443	609
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	148	307	443	609

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	25.1%	23.9%	23.6%	23.6%
净利率	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%
净资产收益率	11.6%	19.6%	22.0%	23.2%
资产回报率	4.8%	6.1%	6.8%	7.3%
投资回报率	8.6%	12.8%	14.6%	15.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	72.7%	99.8%	37.1%	32.0%
EBIT 增长率	96.9%	104.2%	42.5%	36.8%
归母净利润增长率	75.6%	107.9%	43.9%	37.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	1.10	1.59	2.19
每股净资产	4.57	5.63	7.22	9.40
每股经营现金流	-0.32	1.01	1.54	2.09
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	0.57	0.68	0.66	0.67
应收账款周转率	2.66	2.84	2.48	2.44
存货周转率	2.31	2.47	2.25	2.22
偿债能力指标				
资产负债率	58.7%	68.8%	69.3%	68.7%
流动比率	1.02	1.18	1.18	1.20
速动比率	0.59	0.75	0.74	0.77
估值指标				
P/E	50.77	24.42	16.97	12.32
P/B	5.89	4.78	3.73	2.86
EV/EBITDA	14.70	16.09	11.64	8.61

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。