

## 华达科技（603358）

证券研究报告  
2024年05月29日

## 战略投资奇瑞，积极布局低空，汽车轻量化龙头王者归来

汽车冲压龙头，“头部合资+自主+新势力”客户结构均衡。公司深耕汽车零部件制造三十载，主要产品为汽车车身部件、发动机总成管类件等冲压及焊接产品，主要客户包括本田、丰田、通用、特斯拉等整车厂，为合资时代冲压件龙头企业，目前紧随自主崛起趋势，加大奇瑞、吉利、小米、长城、比亚迪等企业拓展力度，加速客户结构转型。2018年公司收购江苏恒义研发制造电池箱托盘、电机壳、电驱总成等产品，客户拓展至小鹏、蔚来、理想、宁德时代、上汽时代等“新势力”及动力电池企业。

投资奇瑞，加大重点客户布局，有望充分受益于自主崛起及出海。据华经产业研究院测算，平均每辆车上包含1500余个冲压件，单车配套价值超1万元，冲压市场空间广阔。以华达科技为代表的国内大型民营冲压件生产企业有望凭借地域优势、规模效应、生产效率等优势，进一步提升市场份额。目前公司工厂辐射全国五大汽车产业集群，配套半径优势明显。公司入股创投基金投资奇瑞，加速打造“头部合资+自主+新势力”强客户矩阵。奇瑞集团“品牌金字塔”持续向上，完成新能源产品阵容集结，带动销量持续快速增长，公司有望充分受益于自主崛起及出海，市占率加速上行。

收购江苏恒义切入电动化增量赛道，多维布局一体化压铸业务。江苏恒义是宁德时代电池箱托盘核心供应商之一，2018年公司通过收购江苏恒义，快速切入新能源汽车零部件领域。2022年江苏恒义市占率预计为5.1%，仍有较大提升空间。母公司客户全面赋能江苏恒义，垂直化布局助力公司利润率持续提升。此外公司正积极建设压铸产线，切入产业上游，全产业链布局一体化压铸，未来有望充分受益于电动车快速放量实现业绩大幅增长。

战略布局低空经济，不断拓展成长天花板。“低空经济”今年两会首次写入政府工作报告，我们认为2024年为低空经济取得快速发展的一年，飞行汽车是低空新质生产力的重要载体，融合了多种颠覆性技术和前沿技术，是汽车电动化、智能化后产品形态和使用场景的有一次裂变。2024年4月14日，华达科技参观广东海鹰飞行汽车集团有限公司，双方就低空经济、飞行汽车及eVTOL产业发展路径进行了深入交流，公司有望发挥各自优势，共同携手加速低空经济的产业化落地，打造公司新的成长曲线。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2024-2026年实现营收72.96/93.37/111.52亿元，实现归母净利润5.77/7.80/9.55亿元，EPS分别为1.31/1.78/2.18元/股，当前市值对应2024-2026年PE为22/16/13倍。汽车冲压龙头加速“客户+赛道+战略”三重转型，业绩有望迎来重要拐点，给予24年25-30X PE，对应目标价33-39元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料成本超预期上行导致毛利率低预期；产业竞争加剧；轻量化及新能源相关业务拓展进度不及预期；公司收到监管警示函。

## 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	29元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	439.04
流通A股股本(百万股)	439.04
A股总市值(百万元)	12,732.16
流通A股市值(百万元)	12,732.16
每股净资产(元)	8.01
资产负债率(%)	42.00
一年内最高/最低(元)	30.40/14.50

## 作者

邵将	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523110005	
shaojiang@tfzq.com	
郭雨蒙	联系人
quoyumeng@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,162.61	5,368.89	7,296.32	9,336.96	11,152.36
增长率(%)	9.46	4.00	35.90	27.97	19.44
EBITDA(百万元)	856.00	980.46	1,183.58	1,484.09	1,747.03
归属母公司净利润(百万元)	260.33	324.58	576.85	779.52	955.06
增长率(%)	(27.35)	24.68	77.72	35.13	22.52
EPS(元/股)	0.59	0.74	1.31	1.78	2.18
市盈率(P/E)	48.91	39.23	22.07	16.33	13.33
市净率(P/B)	4.03	3.80	3.24	2.70	2.25
市销率(P/S)	2.47	2.37	1.75	1.36	1.14
EV/EBITDA	8.10	9.59	9.91	7.41	5.90

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 冲压领域龙头，加速新能源布局 .....	4
1.1. 深耕汽车零部件制造三十载，成就冲压件龙头 .....	4
1.2. 电池托盘贡献增量，盈利能力提升在即 .....	6
2. 投资奇瑞，打造头部“合资+自主+新势力”均衡型客户矩阵 .....	8
2.1. 冲压件单车价值量较高，格局分散 .....	8
2.2. 打造“头部合资+自主+新势力”强客户矩阵，工厂辐射全国五大汽车产业集群， 配套半径优势明显 .....	10
2.3. 投资奇瑞，布局重点客户，有望充分受益于自主崛起 .....	12
3. 收购江苏恒义切入电动化增量赛道，多维布局一体化压铸业务 .....	15
3.1. 收购江苏恒义完成电池托盘 0-1，ASP 大幅提升 .....	15
3.1.1. 新能源汽车发展催化电池盒市场需求大幅增长，电池托盘厂商格局未定 .....	15
3.1.2. 母公司客户赋能江苏恒义，垂直化布局助力公司利润率持续提升 .....	17
3.2. 投资成立压铸项目平台，多维布局一体化压铸业务 .....	19
4. 积极布局低空经济，不断拓展成长边界 .....	21
5. 投资建议 .....	24
6. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月） .....	4
图 3：公司产品横跨多个领域 .....	5
图 4：公司业务营收占比 .....	5
图 5：客户资源优质，从大众和日系切入特斯拉和新势力 .....	5
图 6：营业收入、归母净利润及其增速 .....	6
图 7：毛利率与净利率情况 .....	6
图 8：分业务毛利率 .....	6
图 9：费用率 .....	6
图 10：车身冲压及焊接零部件 .....	8
图 11：冲压件市场规模及增速（亿元，%） .....	9
图 12：可比公司收入对比（亿元） .....	9
图 13：可比公司营收增速对比（%） .....	9
图 14：可比公司毛利率对比（%） .....	9
图 15：可比公司净利率对比（%） .....	9
图 16：可比公司销售费用率对比（%） .....	10
图 17：可比公司管理费用率对比（%） .....	10
图 18：可比公司研发费用率对比（%） .....	10

图 19: 公司产品在整车上的分布 .....	10
图 20: 公司产品变化 .....	10
图 21: 2016H1 华达科技主要客户情况 .....	11
图 22: 生产基地产能情况 .....	11
图 23: 全国乘用车部分产业版图 .....	11
图 24: 华达科技在建工程 (亿元) .....	12
图 25: 公司入股产投基金投资奇瑞 .....	12
图 26: 奇瑞集团年度销量 (万辆) .....	13
图 27: Model3 与传统车整车重量分配对比图 .....	15
图 28: MEB 平台的电池结构 .....	15
图 29: 新能源汽车池包各部分重量占比 .....	15
图 30: 电池托盘结构 .....	16
图 31: 2021-2025 中国和全球新能源汽车电池盒市场规模 (亿元) .....	16
图 32: 江苏恒义产品 .....	17
图 33: 公司 ASP 由 1500 元提升至 4000 元 .....	17
图 34: 江苏恒义业绩情况 .....	18
图 35: 战投引入宁德时代+地方国资 .....	18
图 36: 特斯拉一体化压铸前舱+后底板总成 .....	19
图 37: 亿航载人小型飞行器原型 .....	21
图 38: 全球 eVTOL 产品数 (个) .....	22
图 39: 华达科技参观广东海鸥飞行汽车集团有限公司 .....	23
表 1: 研究成果 .....	7
表 2: 上市企业冲压件相关业务对比 .....	8
表 3: 公司首次公开发行股票募集资金募投项目 (亿元) .....	12
表 4: 可比公司市场地位及关键业务数据对比 .....	17
表 5: 电池托盘高性能镁合金应用及本地化生产项目 .....	18
表 6: 新能源新材料铸造加工项目 .....	20
表 7: 低空飞行相关政策梳理 .....	22
表 8: 营业收入及毛利率拆分 .....	24
表 9: 可比公司 PE 数据对比 .....	24

## 1. 冲压领域龙头，加速新能源布局

### 1.1. 深耕汽车零部件制造三十载，成就冲压件龙头

深耕汽车零部件制造三十载，成就合资时代国内汽车冲压及焊接总成龙头。公司成立于1980年，1990年进入汽车零部件行业，公司前身确定发展乘用车零部件业务的初期，主动寻求与上汽大众、一汽大众、上汽通用等头部合资品牌合作，2002年华达有限成立，公司又相继进入东风本田、广汽丰田、东风日产、广汽本田、奇瑞、吉利、上汽集团等企业的配套协作体系，在合资时代下抓住公司发展重要机遇，成就冲压件龙头。2017年1月25日公司于上交所上市。2018年8月，公司收购江苏恒义新增电池箱托盘、电机壳、电驱总成等新能源汽车零部件业务。近期公司加速轻量化及一体化压铸技术工艺布局，随着新能源汽车快速放量，公司有望开启第二增长曲线。

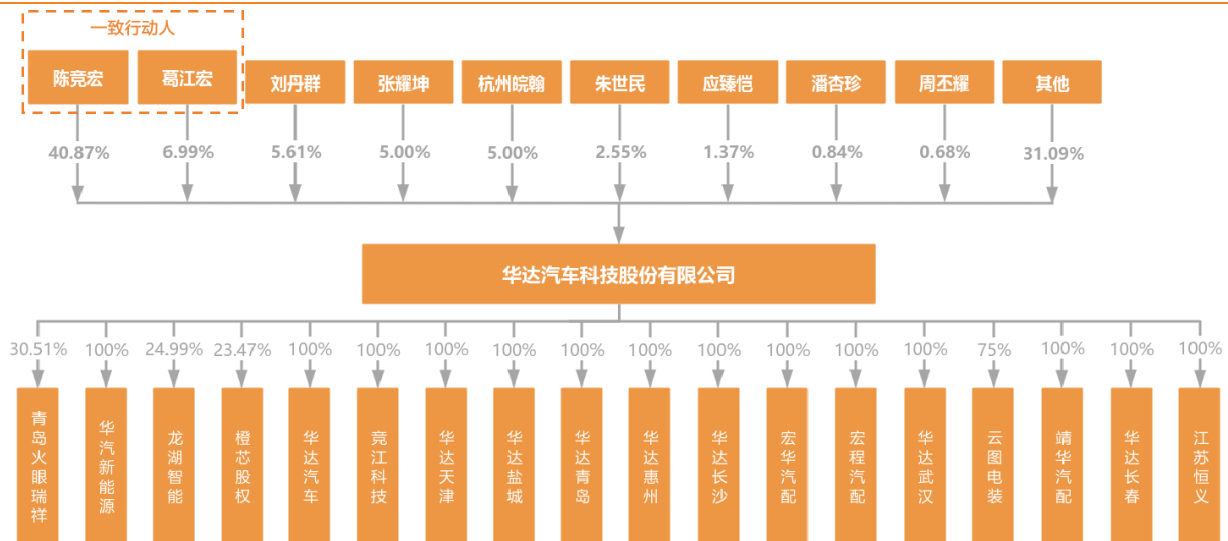
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司股权集中，股权结构稳定，引入战略股东，治理结构优化。截至2024年3月底，公司第一大股东及实际控制人为陈竞宏先生。2023年1月16日及2023年3月23日，陈竞宏先生分别与杭州皖翰、张耀坤签署了《股份转让协议》，分别占公司股份总数的5%、5%，股份转让后，公司股东陈竞宏持股比例从50.87%减少至40.87%，总经理葛江宏先生（为陈竞宏先生女婿，两者为一致行动人）持股6.99%，共同合计持有公司47.86%的股权，公司股权较为集中，股权结构较为稳定。

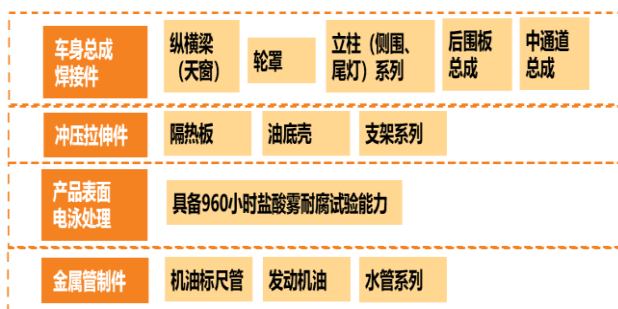
图 2：公司股权结构（截至2024年3月）



资料来源：爱企查、公司公告，天风证券研究所

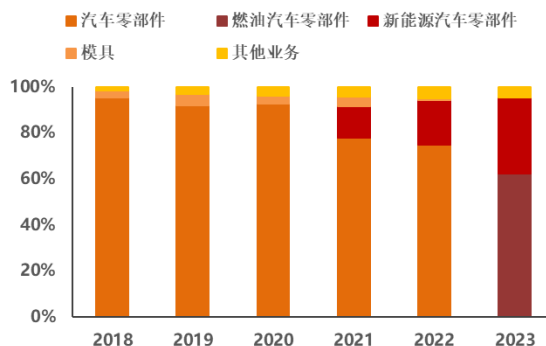
主业冲压业务基本盘稳固，强者恒强，通过收购江苏恒义进军新能源领域。公司主要生产各类轿车金属管制件、大型冲压拉伸件、隔热板系列、焊接总成件等工装制造产品，产品涵盖发动机整车隔热板、发动机管类件、纵横梁等，同时具备模具设计制造能力。2018年公司收购江苏恒义进入新能源汽车零部件领域，研发制造电池箱托盘、电机壳、电驱总成等产品。2023年公司燃油汽车零部件/新能源汽车零部件/其他业务分别占公司收入62%/33%/5%，新能源汽车零部件占比有望进一步提升。

图 3：公司产品横跨多个领域



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 4：公司业务营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司客户资源优质，“合资为王”时代公司已完成客户的头部化聚焦，电动化下半场覆盖“头部合资+自主+新势力”优势显著。冲压件领域，公司的主要客户包括广汽集团、上汽集团、一汽大众、特斯拉等整车厂，加速开拓自主客户。2018年公司切入新能源汽车零部件领域后，客户拓展至小鹏、蔚来、理想、宁德时代、上汽时代等“新势力”及动力电池企业，客户资源进一步均衡。

图 5：客户资源优质，从大众和日系切入特斯拉和新势力



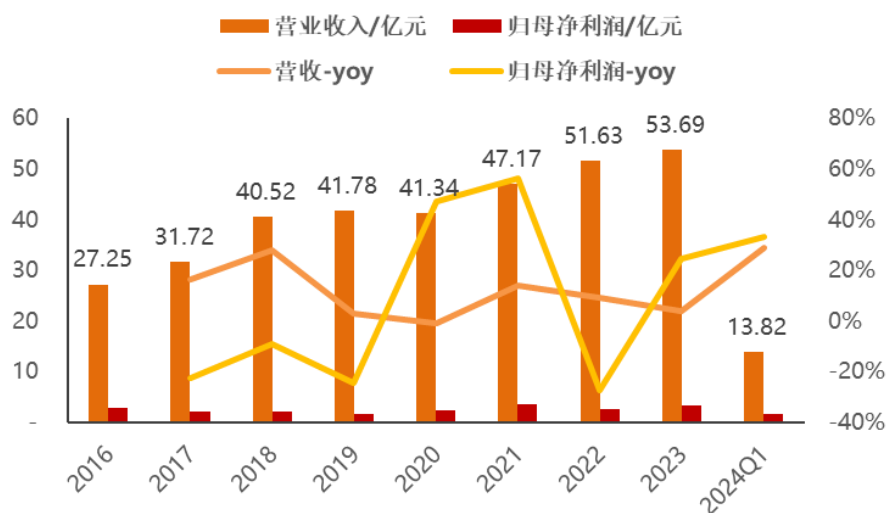
资料来源：公司公告，天风证券研究所

客户矩阵重构叠加产品赛道升级，公司业绩与估值有望共振上行。公司在“合资为王”的时代已完成客户的头部化聚焦，打造了细分领域较强“客户矩阵”。电动化的下半场，头部客户逐渐清晰，公司有望凭借其客户及成本优势加速新头部车企的产品配套，在合资品牌的头部化历程有望在全行业快速复刻，成为电动化终局下的头部企业，市占率有望进一步提升。从产品角度来看，公司收购恒义实现电池托盘业务从0到1的转型。随着恒义的新能源客户矩阵与资本的赋能，华达有望实现营收与利润共振上行。

## 1.2. 电池托盘贡献增量，盈利能力提升在即

传统业务贡献稳定业绩,电池托盘打开收入空间。23年公司营收达53.69亿元,同比+4.00%;归母净利润3.25亿元,同比+24.68%。分业务来看,2023年公司燃油汽车零部件/新能源汽车零部件销售收入分别达33.35/17.75亿,新能源汽车零部件同比+74.70%,电池托盘销量达69.41万套,同比+108.75%,新能源汽车零部件持续贡献收入增量。

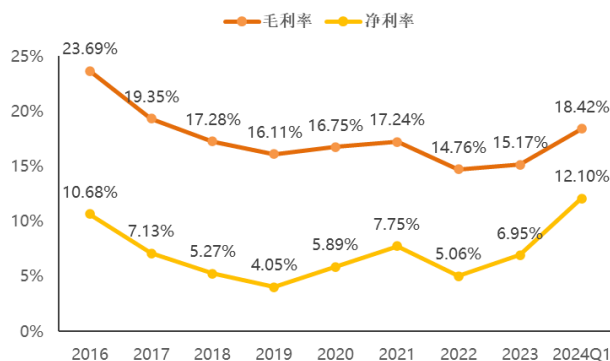
图 6: 营业收入、归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

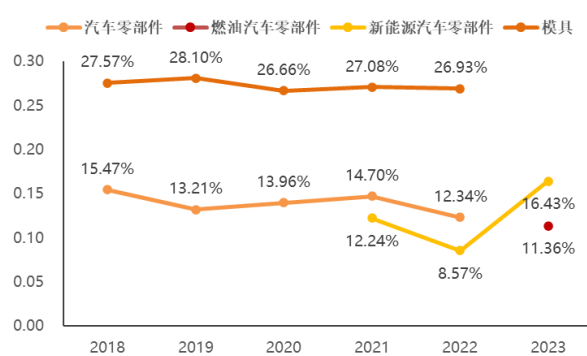
公司费用管理能力较强,新能源业务盈利能力迎来拐点。从盈利能力看,公司24Q1毛利率达18.42%,同比+0.29pct;24Q1净利率达12.10%,同比+0.28pct,盈利能力提升。2023年公司燃油汽车零部件业务和新能源汽车零部件业务毛利率分别为11.36%和16.43%,新能源业务毛利率迅速攀升。

图 7: 毛利率与净利率情况



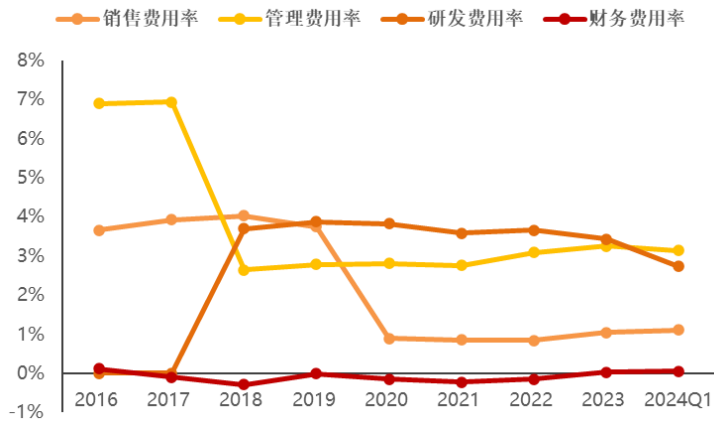
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 分业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司不断加大对新产品、新技术的研发投入。2021 年为广汽本田、东风日产、东风本田、东风悦达起亚等车企开发完成新项目总成件、单品件 1056 件；完成新产品开发 1078 个；完成各类新品模具布点 895 套、检具布点 933 付、夹具布点 259 套。公司技术创新能力持续提升。

表 1: 研究成果

研发	形成的研发成果
发动机油底壳的研发及应用	设置油底壳高压油道, 在发动机油底壳内腔设置加强筋, 在油底壳后端面设置后端筋, 在底部设置底部筋, 对平板结构进行加强, 并降低噪声。更便于油底壳与变速箱壳的直接连接
后围板总成的研发及应用	克服了零件局部拉伸高度大导致的易开裂起皱、反弹扭曲。采用对工艺要求较高的吊冲技术, 成功实现冲孔工序的合并并满足尺寸精度和零件匹配性, 成功应用于上汽大众某畅销车型
新型金属绑带的研发及应用	解决了金属绑带头部的操作安全性和折叠拍平后转角易开裂的矛盾, 新型结构设计更有利于防止因车辆行驶振动导致的疲劳断裂, 适用于任何工业场合, 尤其用于汽车油箱固定
车身底盘侧围用支撑架的研发及应用	通过利用凹模肩部附近的反向弯曲, 减小冲弯加工中常出现的面翘曲, 并在模具上进行工艺设置, 将凸起部分压入钢板, 使板厚方向产生的残余应力得以缓解
前挡板总成的研发及应用	采用 CAE 分析技术, 通过动态模拟将原有的两次拉伸工艺改为一次拉伸, 避免了二次拉伸产生的压痕, 并在零件相应位置增加工艺孔, 避免零件开裂
天窗总成的研发及应用	采用减震原理设计, 在天窗本体两侧焊接的小件中设计成上下分离结构, 并在其凹槽处加入减震胶, 大幅提高玻璃天窗的使用寿命和安全性能

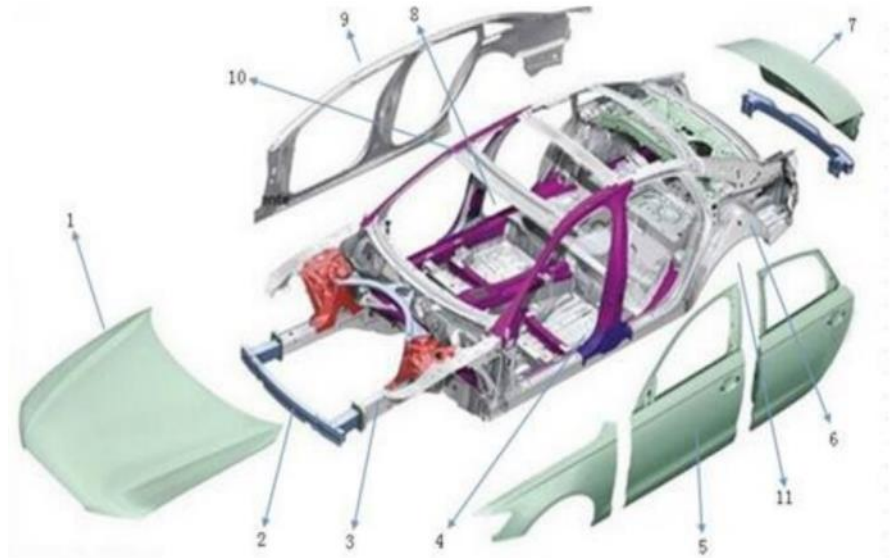
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2. 投资奇瑞，打造头部“合资+自主+新势力”均衡型客户矩阵

### 2.1. 冲压件单车价值量较高，格局分散

现代汽车制造工艺中有 60%-70%的金属零部件需冲压加工成形，冲压件广泛应用于如车身上的各种覆盖件、车内支撑件以及大量的汽车零部件如发动机的排气和进油弯管及消声器梁等。据华经产业研究院测算，平均每辆车上包含 1500 余个冲压件，单车配套价值超 1 万元。

图 10：车身冲压及焊接零部件



资料来源：常青股份募集说明书（注册稿），天风证券研究所

表 2：上市企业冲压件相关业务对比

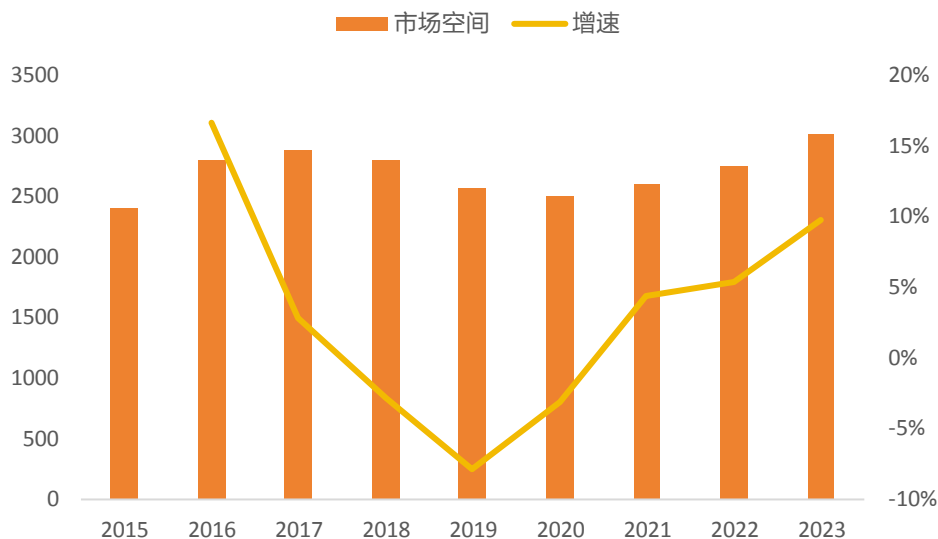
	成立日期	汽车相关主营业务	2023 冲压件相关业务	
			营业收入 (亿元)	毛利率
华达科技	2002	乘用车车身冲压件、管类件及相关模具	51.09	13.12%
宁波华翔	2001	汽车非金属类（主要为橡塑类）零部件	52.18(金属及塑料零部件)	17.77%(金属及塑料零部件)
凌云股份	1995	汽车零部件（汽车车身辊压件、冲压件、PA-11 汽车压力管路总成）	166.49	16.77%
常青股份	2004	汽车冲压及焊接零部件	27.44	16.65%
金鸿顺	2003	汽车车身和底盘冲压零部件及其相关模具	4.09	4.03%
无锡振华	1989	汽车冲压及焊接零部件和相关模具	12.72	8.57%
黎明股份	2003	汽车车身零部件	6.77	16.82%

资料来源：各公司公告，巨潮咨询，天风证券研究所

以 2023 年汽车产量 3016.1 万辆来计算，我国 2023 年汽车冲压件市场空间超过 3000 亿元。冲压件市场竞争激烈、格局分散，头部企业集中度有望进一步提升。



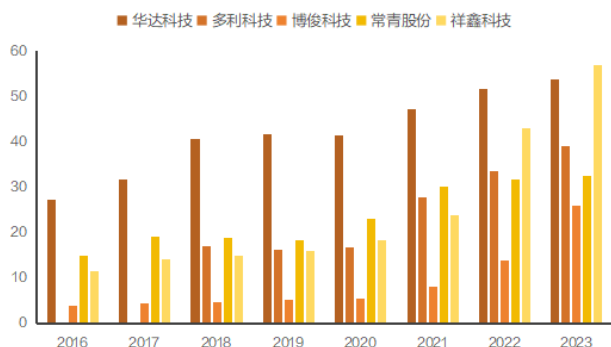
图 11：冲压件市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

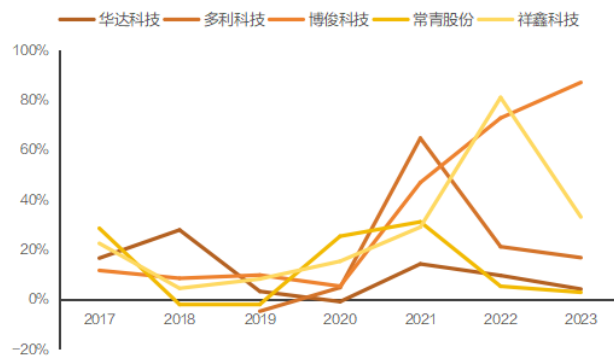
从冲压企业收入、利润对比情况来看，华达科技与祥鑫科技收入领先，已形成规模化优势，博俊科技、祥鑫科技利润率较为领先。

图 12：可比公司收入对比（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

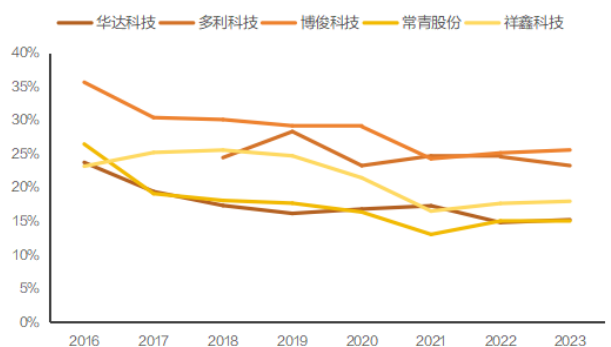
图 13：可比公司营收增速对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

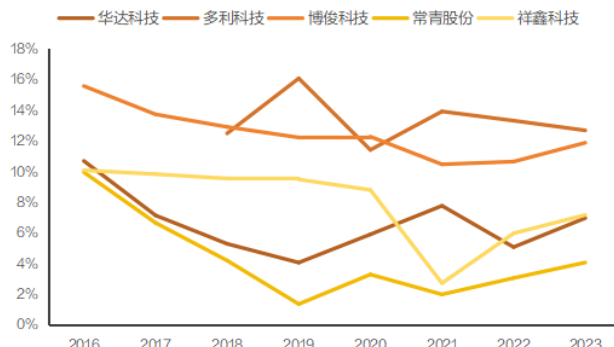
从盈利能力来看，华达处于中部位置，存在利润率向上突破或低利润率进一步抢占份额的可能性。

图 14：可比公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

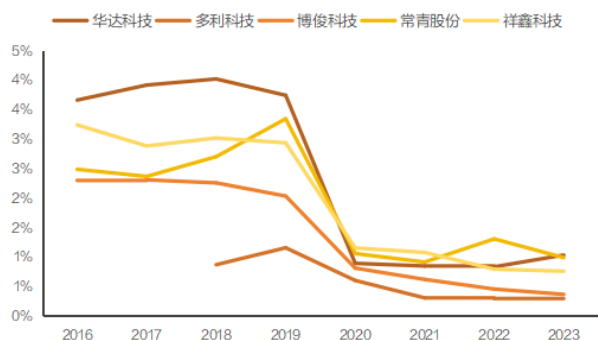
图 15：可比公司净利率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

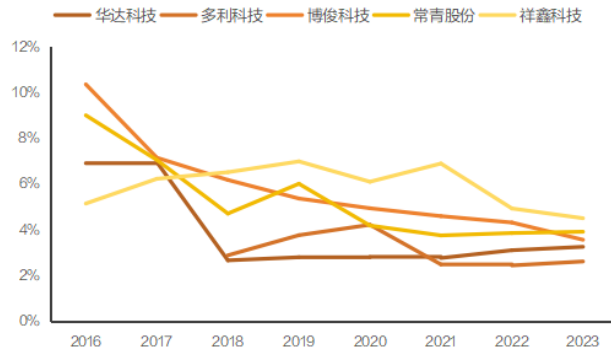
博俊科技与多利科技销售费用率较低，华达科技和多利科技管理费用近年来保持低位，祥鑫科技、华达科技等企业研发费用率处于行业较高水平。

图 16：可比公司销售费用率对比（%）



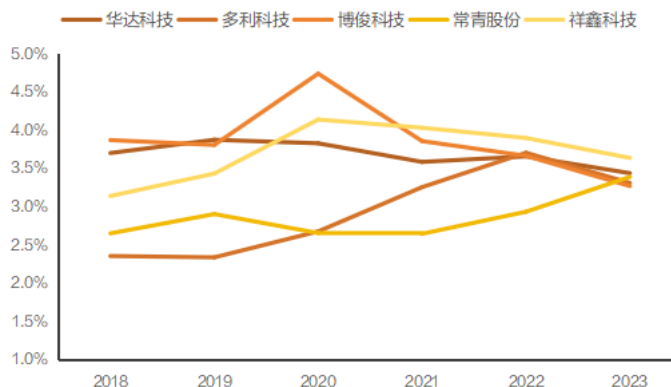
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：可比公司管理费用率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：可比公司研发费用率对比（%）



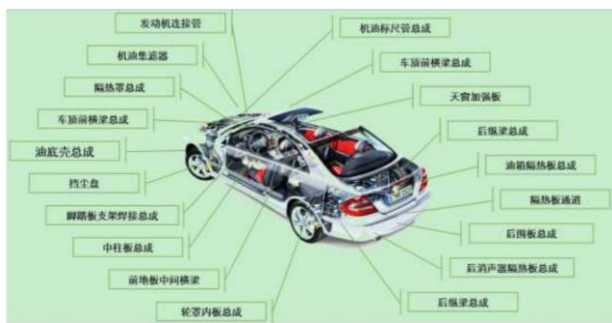
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 打造“头部合资+自主+新势力”强客户矩阵，工厂辐射全国五大汽车产业集群，配套半径优势明显

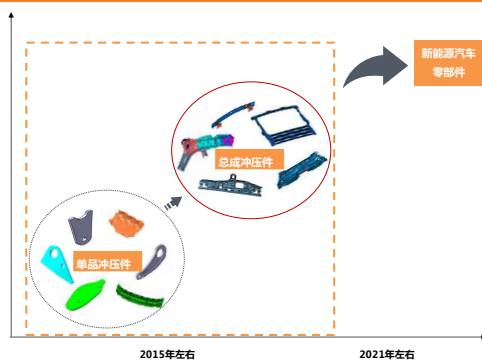
公司车身冲压件产品可进一步分为总成冲压件和单品冲压件（非总成件）。其中，根据公司招股说明书，总成冲压件产品平均单价为 24 元左右，单品冲压件在 8 元左右，总成冲压件的单位价值量远高于单品冲压件。

图 19：公司产品在整车上的分布

图 20：公司产品变化



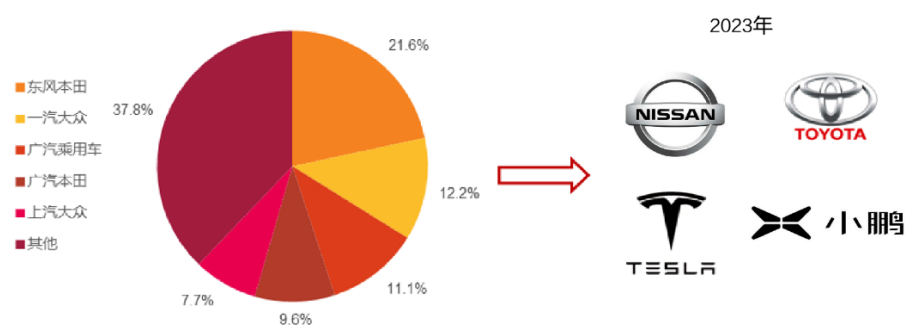
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

客户结构主要以本田、丰田、大众、通用、特斯拉等头部合资品牌为主，2023 年前五名客户销售额 20.56 亿元，占年度销售总额 38.29%。同时，行业电动、智能化转型的过程中，公司积极切入头部“新势力”及自主品牌龙头企业，目前跟踪对接的客户包括奇瑞、吉利威睿、泛亚、小米、零跑、合众、创维、比亚迪、极石等，传统业务良好的客户结构令公司具备更为较佳的产品+客户转型窗口。

图 21：2016H1 华达科技主要客户情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司工厂辐射全国五大汽车产业集群，配套半径优势明显。公司采取紧贴汽车产业集群的战略，在靖江、长春、广州、武汉等地建立了生产基地，并已筹建海宁、成都生产基地，产品直接配套长三角、东北、珠三角、中部、西南汽车产业集群，并可辐射京津汽车产业集群。在满足合资车企冲压件需求的情况下，公司工厂可近距离运输至吉利、奇瑞、长安等车企。

图 22：生产基地产能情况

生产基地	总投资	产能情况	配套客户
靖江城北工业园	2.5 亿元	5000 万套/年	配套上汽大众、上汽通用、上汽集团、悦达起亚、奇瑞等
广州分部	2 亿元	3000 万套/年	配套广汽本田、广汽丰田、东风日产、广汽乘用车等
武汉分部	2.5 亿元	4500 万套/年	配套东风本田
长春分部	1.5 亿元	2500 万套/年	配套一汽大众等
成都分部	1.5 亿元	2000 万套/年	配套一汽大众成都工厂
海宁分部	2.6 亿元	2800 万件/年	配套上汽大众、东风裕隆等

此外，公司在天津、青岛、盐城、惠州、萧山等地设有分公司，配套一汽大众、天津丰田、悦达起亚、上汽大众等整车厂。

资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

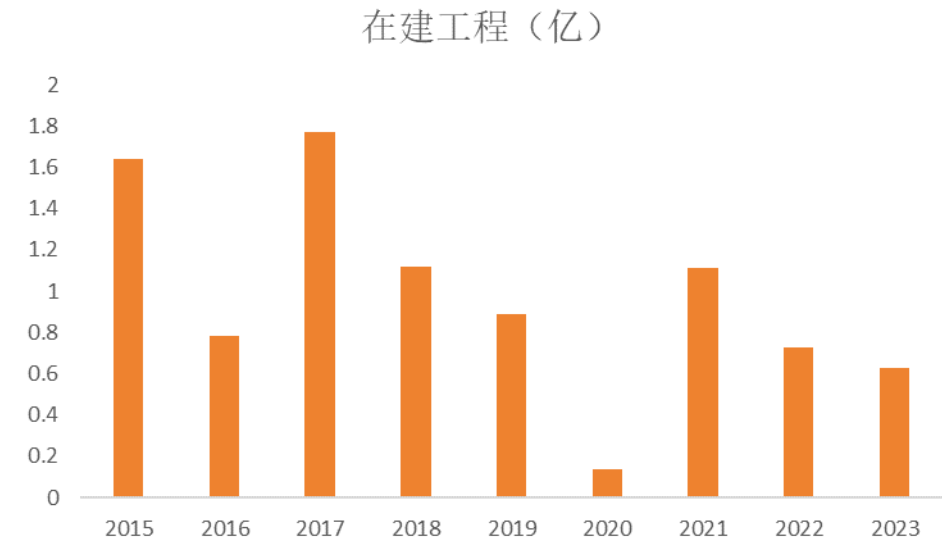
图 23：全国乘用车部分产业版图



资料来源：招股说明书，国务院发展研究中心产业经济研究部等，天风证券研究所

**产能扩产期结束，业绩迎来重要拐点。**据公司公告，截至 2022 年 3 月 31 日，公司首次公开发行股票募集资金（净募集资金 11.50 亿元）投资项目结项，“汽车零部件生产基地项目（靖江城北工业园）”、“汽车零部件（海宁）生产基地项目”和“汽车零部件（成都）生产基地项目”已完工并达到可使用状态，结项后的节余募集资金 1.97 亿元将永久补充流动资金。

图 24：华达科技在建工程（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：公司首次公开发行股票募集资金募投项目（亿元）

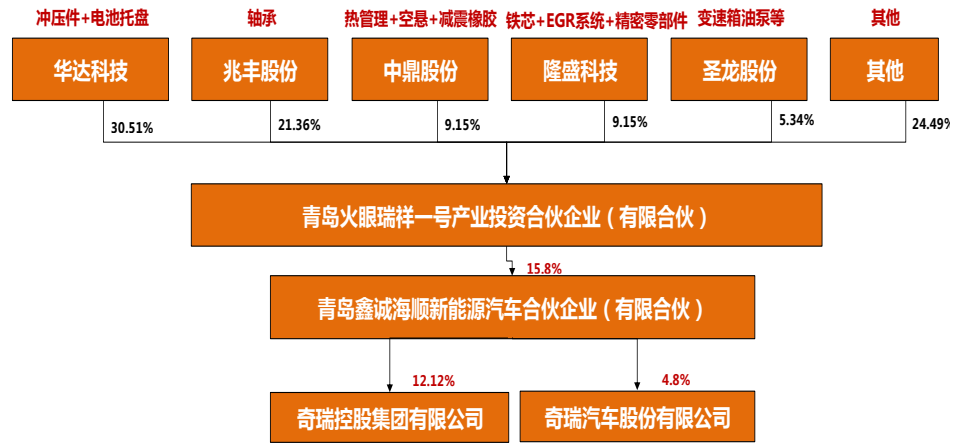
投资项目	承诺投资金额	已投资金额	投资额度	项目达到预定可使用状态日期
汽车零部件生产基地项目（靖江城北工业园）	4.34	4.34	100%	2018 年 3 月
汽车零部件（海宁）生产基地项目	4.17	3.23	77.44%	2018 年 12 月
汽车零部件（成都）生产基地项目	2.26	1.69	74.87%	2020 年 5 月
研发中心建设项目	0.73	0.56	76.94%	2017 年 12 月
合计	11.50	9.82	85.42%	--

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

### 2.3. 投资奇瑞，布局重点客户，有望充分受益于自主崛起

**公司公告投资 4.16 亿元参投汽车产业投资合伙企业，重点投资奇瑞汽车。**2024 年 2 月 5 日，公司公告拟以自有资金人民币 41600 万元参与投资青岛火眼瑞祥一号产业投资合伙企业（有限合伙），合计出资占标的基金总规模的 30.51%（标的基金合伙人认缴出资情况如下：华达/兆丰/中鼎/隆盛/圣龙分别参与 4.16/2.912/1.248/1.248/0.728 亿元，占比达 30.51%/21.36%/9.15%/9.15%/5.34%）。该标的基金为专项投资基金，资金投向青岛鑫诚海顺新能源汽车合伙企业。青岛鑫诚海顺重点投资项目为奇瑞汽车。

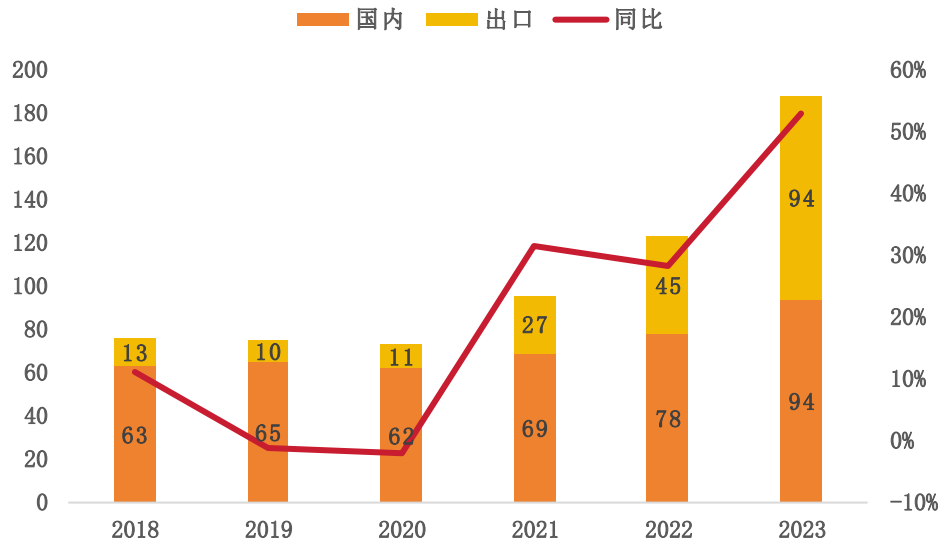
图 25：公司入股产投资基金投资奇瑞



资料来源：公司公告，爱企查，巨潮资讯网，Wind，天风证券研究所

**强产品力赋能，奇瑞进入销量增长新阶段。**公司通过持续完善产品谱系，和加快海外布局，整体销量规模迎来强劲增长阶段。2021 年伴随着疫情对全球供应链的影响，2022 年俄乌冲突导致外资品牌全面撤出俄罗斯市场，中国汽车出口迎来历史性机遇。公司通过持续深耕海外市场，对内加大技术研发投入提升产品竞争力，内外兼修抓住窗口期，销量规模连续三年实现高速增长，2023 年奇瑞整体销量规模达 188.1 万辆，同比+53%，出口达 93.7 万辆，同比+101.1%，出口占比接近 50%，成为销量增长的核心驱动力。2024 年一季度累计销售汽车 52.96 万辆，同比增长 60.3%，继续保持高速增长的态势。

图 26：奇瑞集团年度销量（万辆）



资料来源：奇瑞汽车官网，华经情报网，天风证券研究所

**奇瑞集团“品牌金字塔”持续向上，完成新能源产品阵容集结，带动销量持续快速增长。**旗下包括奇瑞、星途、捷途、iCAR 等四大主要乘用车品牌，各自专注不同领域的品类创新，推出了奇瑞风云、星途星纪元、捷途山海新能源序列。一系列新能源产品如星纪元 ES、智界 S7、iCAR 03、山海 L9、风云 A8 相继上市或全球预售，与瑞虎 9、探索 06、瑞虎 8 等主力车型共同形成了全面的“新能源+燃油”产品布局。根据汽车之家报道，2024 年 Q3 奇瑞将发布全新新能源汽车品牌“越己”，首款车型（代号 T1GC）将于 2024 年年底正式上市，为混动紧凑型 SUV，将搭载讯飞星火大模型，配备奇瑞最新底盘。

**奇瑞新车型密集上市，销量持续高增，带动供应链释放业绩。**

星途“4+3+2”产品矩阵就基本成型：4 代表 4 款燃油车，即追风、揽月、凌云和瑶光（均已上市）；3 代表 3 款混动车型，即追风 ET-i（已上市）、揽月 REEV（增程式混动）和瑶光 C-DM；2 代表 2 款纯电车型，即星纪元系列的 STERRA ES 和 STERRA ET。

奇瑞 2024 年的重点是风云系列，除已于 2024 年 1 月上市的风云 A8 外，还将在年内连续推出风云 T9、T10、T8、T6 等 4 款全新混动车，从而打造该品牌“燃油+新能源”双线产品矩阵，确立“超值家用”品牌形象。

2023 年 4 月 16 日，奇瑞推出了首个独立新能源品牌 iCAR，消费人群定位为 25~35 岁的年轻人，产品价格区间在 15 万~30 万元。按照规划，未来，iCAR 品牌将布局 0、V、X 三大系列，计划于 2026 年前推出 8 款车型。

**当前中国自主品牌全球化布局已呈现出高速增长态势，全产业链本地化生产成为海外布局趋势。**作为中国最早出海的车企之一，奇瑞产品已出口海外 80 余个国家和地区，连续 21 年位居中国品牌乘用车出口第一。截止 2024 年 4 月，奇瑞在海外共有 10 个生产基地，主要分布在南美、中东和俄罗斯等地，向东南亚和欧洲市场扩展一直在其计划当中。

公司入股产投基金投资奇瑞，助力奇瑞销量高增，公司开启自主新篇章。

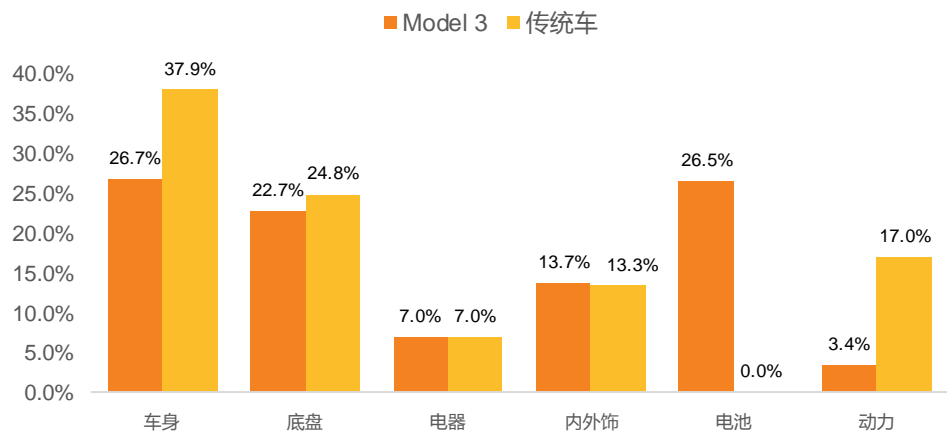
### 3. 收购江苏恒义切入电动化增量赛道，多维布局一体化压铸业务

#### 3.1. 收购江苏恒义完成电池托盘 0-1，ASP 大幅提升

##### 3.1.1. 新能源汽车发展催化电池盒市场需求大幅增长，电池托盘厂商格局未定

新能源里程焦虑加速整车轻量化，电池盒市场发展提速。汽车轻量化是在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。根据美国铝业协会数据显示，汽油乘用车减重 10%可以减少 3.3%的油耗；柴油车减重 10%则可以减少 3.9%的油耗。与传统汽车相比，新能源汽车三电系统导致整车重量增加。

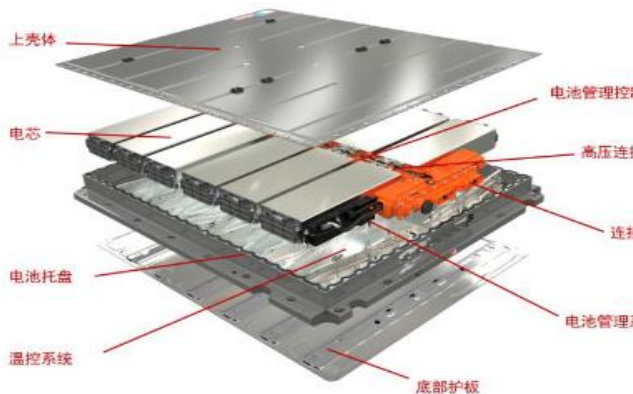
图 27：Model3 与传统车整车重量分配对比图



资料来源：商业新知，天风证券研究所

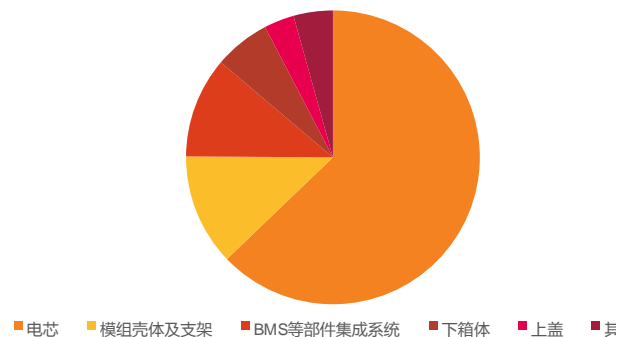
电池托盘可有效抵挡外部的冲击，承担着整个电池组的重量，为电池系统的正常工作提供安全的运行环境，是新能源汽车必不可少的关键组成部分。在动力电池系统中，电池壳占系统总重量约 20-30%，是主要结构件，因此在保证电池系统功能安全和车辆整体安全的前提下，电池壳的轻量化已经成为电池系统主要改进目标之一。

图 28：MEB 平台的电池结构



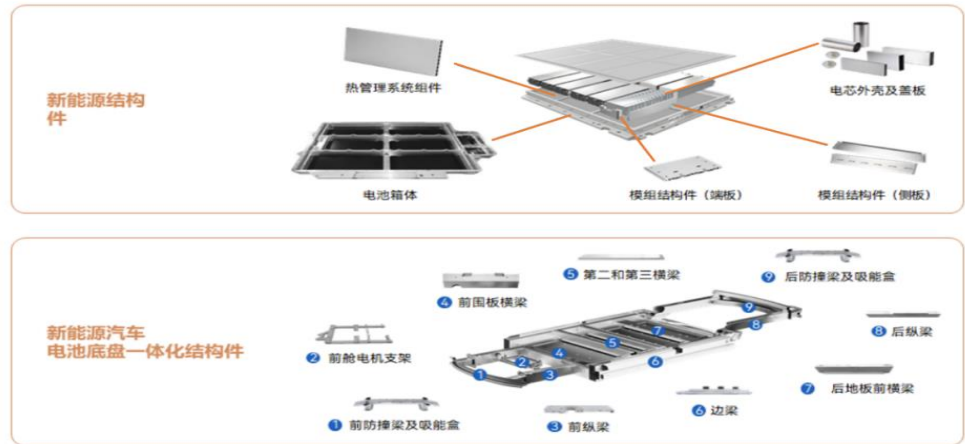
资料来源：高工纳电公众号，天风证券研究所

图 29：新能源汽车池包各部分重量占比



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

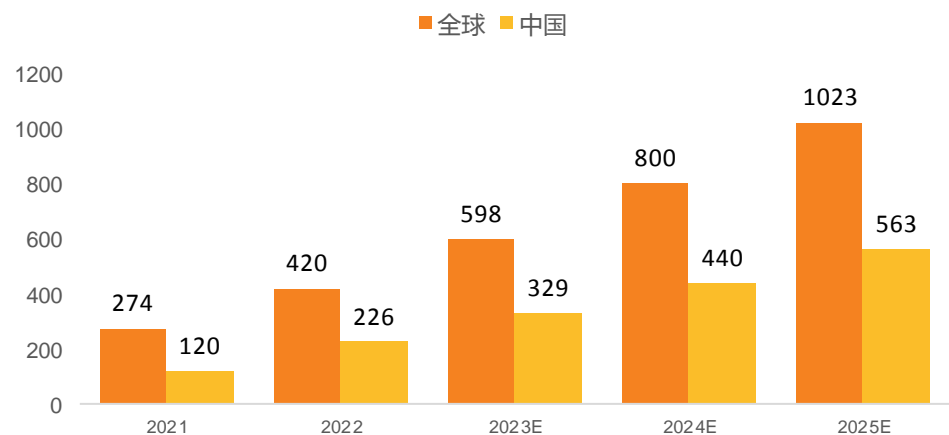
图 30：电池托盘结构



资料来源：和胜股份公司公告，天风证券研究所

新能源汽车发展催化电池盒市场需求大幅增长，预计 2025 年全球市场空间将达到 1023 亿元。2021-2025 年是全球新能源汽车发展的黄金时期，据华经产业研究院测算，2022 年全球/中国新能源汽车电池箱体市场规模达到 420/226 亿元，分别同比增长 53.28%/88.33%，保持高速增长，2025 年市场规模有望达到 1023/563 亿元，处于大幅扩张阶段。以宁德时代为首的电池包厂商以及主机厂电池盒结构持续升级，宁德时代第三代 CTP 技术——麒麟电池在 2023 年 3 月实现量产，官宣合作的车型包括极氪 009 和 001、问界系列新车型以及理想。

图 31：2021-2025 中国和全球新能源汽车电池盒市场规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

电池盒市场格局未定，江苏恒义产能加速扩张，市占率有望加速上行。目前电池盒市场主要参与者包括两类，第一类为专注于新能源汽车电池盒箱体产品生产的厂商，如和胜股份、新铝时代等，第二类为传统汽车零部件生产商，如凌云股份、华域汽车、敏实集团等。2018 年公司以 2.47 亿元收购江苏恒义 51% 股份，江苏恒义已成为公司控股子公司。江苏恒义是宁德时代电池箱托盘供应商。公司通过江苏恒义，快速切入新能源汽车零部件领域，新增了电池箱托盘、电机壳、电驱总成等新能源汽车零部件业务。在给车企配套电池托盘产品



的第三方零部件厂中，江苏恒义的主要竞争对手包括凌云股份、和胜股份、敏实集团等公司，均以新能源汽车及动力电池厂商客户为主，2022年江苏恒义市占率预计为5.1%，仍有较大提升空间。

表 4：可比公司市场地位及关键业务数据对比

公司	电池盒箱体 2022 年销量/万套	电池盒箱体主要客户类型
1 华域汽车	85	新能源汽车厂商客户
2 敏实集团	80-100	欧洲汽车厂商客户为主
3 新铝时代	62	新能源汽车及动力电池厂商客户
4 和胜股份	56	新能源汽车及动力电池厂商客户
5 祥鑫科技	50	新能源汽车动力电池客户
6 华达科技	33	新能源汽车及动力电池厂商客户
7 凌云股份	20-40	欧洲汽车厂商客户为主

资料来源：新铝时代招股书，天风证券研究所

### 3.1.2. 母公司客户赋能江苏恒义，垂直化布局助力公司利润率持续提升

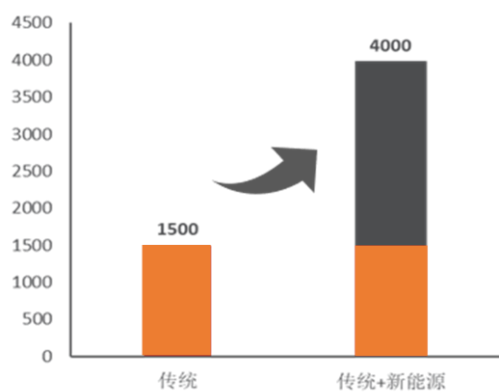
2018 年公司收购江苏恒义切入新能源车零部件领域，公司 ASP 由 1500 提升至 4000 元。江苏恒义是宁德时代电池箱托盘供应商。公司通过江苏恒义，快速切入新能源汽车零部件领域，新增了电池箱托盘、电机壳、电机轴等新能源汽车零部件业务，公司 ASP 由 1500 元大幅提升至 4000 元。通过控股江苏恒义，双方将实现优势互补、资源共享，充分发挥双方在各方面的协同效应，有助于发展公司新能源板块业务，提高新能源汽车电池箱托盘的制造能力，提升公司核心竞争力。

图 32：江苏恒义产品



资料来源：江苏恒义官网，天风证券研究所

图 33：公司 ASP 由 1500 元提升至 4000 元



资料来源：公司年报，天风证券研究所

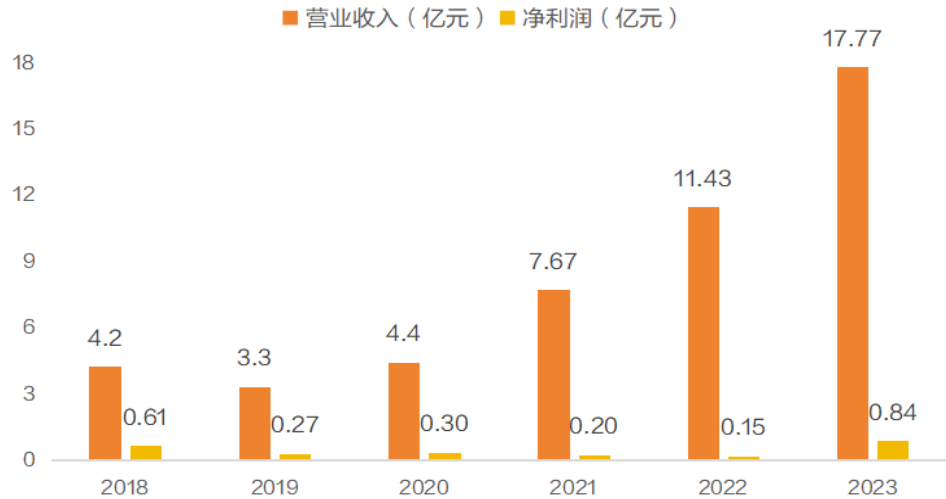
**双重赋能：“客户矩阵”全面赋能，助力恒义收入规模快速放量。据公司公告，目前江苏恒义配套车型包括：**

- 1) 上汽系：上汽荣威、名爵、智己、飞凡等车型；
- 2) 吉利：极氪车型；
- 3) 理想：L 系列车型；
- 4) 小鹏 P 系、G 系车型；
- 5) 长城欧拉车型；
- 6) 比亚迪海豹车型；
- 7) 广汽埃安相关车型；
- 8) 华人运通高合车型；
- 9) 合众哪吒车型等。

通过江苏恒义，公司先后与上汽时代、宁德时代、小鹏、比亚迪丰田、蔚来、理想等建立了紧密业务关系。

江苏恒义营收保持高速增长，垂直化布局助力公司利润率持续提升。江苏恒义2020/2021/2022/2023 分别贡献收入 4.40/7.67/11.43/17.77 亿元，营收保持较高增速。截至 2023 年 9 月 19 日，公司电池托盘系统部件产能规模在年产 80 万套以上，按每套平均价格 2500 元计算，年产销在 20 亿元以上。此外，公司建设型材挤压产线，向电池托盘上游延伸，垂直化布局助力恒义利润率提升。随着公司电池托盘产能利用率以及盈利能力的逐步提升，江苏恒义有望为公司贡献主要业绩。

图 34：江苏恒义业绩情况



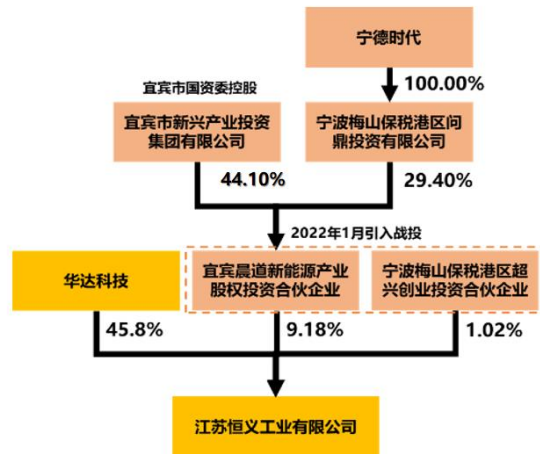
资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 5：电池托盘高性能镁合金应用及本地化生产项目

电池托盘高性能镁合金应用及本地化生产项目	
投资额	不超过 36250 万元
建设期	项目分两期建设，项目一期自开工(已于 2021 年 6 月 28 日开工)建设起不超过 15 个月，项目二期计划在第一期建设后一年内启动。
建设规模	一期 100 亩(熔铸 0.3 万平方、型材挤压四条线 1.2 万平方、精切割、整形 0.25 万平方、热处理 2 台 0.2 万平方、预留万吨挤压机 0.5 万平方、模具房机修主要 0.15 万平方、氧化涂 0.3 万平方 CNC1.2 万平方，焊接测试 3 万平方，部分仓阵办公用房，总面积 7 万多平方)
产能	一期型材挤压 3 万吨产能，电池托盘总成 50 万只产能

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 35：战投入宁德时代+地方国资



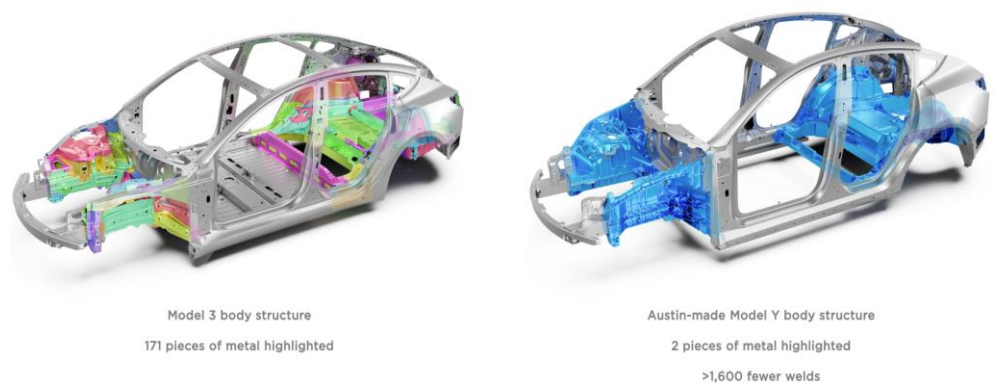
资料来源：公司公告，企查查，天风证券研究所

公司公告收购江苏恒义剩余 54.2%股权，大幅增强公司盈利能力。2023 年 12 月 26 日，公司公告拟通过发行股份及支付现金的方式，购买鞠小平、何丽萍、万小民、郑欣荣、邹占伟持有的江苏恒义合计 44%的股权。同时，公司拟以自有资金收购宜宾晨道新能源产业股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波梅山保税港区超兴创业投资合伙企业（有限合伙）分别持有的江苏恒义 9.18%、1.02%股权。收购后公司持有江苏恒义 100%股权，有利于强化公司新能源业务布局；提升优质资产控制力，进一步加强协同效应；增强公司盈利能力。

### 3.2. 投资成立压铸项目平台，多维布局一体化压铸业务

一体化压铸是对传统压铸工艺的全方位升级。一体化压铸是指采用特大吨位压铸机，将多个单独、分散的零部件高度集成，一次压铸成型为大型铝铸件，从而替代多个零部件先冲压再焊接或铆接的组合方式。这是对传统压铸工艺的全方位升级：一方面提高了生产效率，另一方面有利于车身轻量化。

图 36：特斯拉一体化压铸前舱+后底板总成



资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

2023 年 9 月 15 日，公司召开了第四届董事会第八次会议，审议通过了《关于投资设立全资子公司实施新能源新材料铸造加工项目建设的议案》，预计投资人民币 10.5 亿元建设低压、高压以及一体化铸造项目，项目建设完工后生产的产品包括：电池壳体，减震塔，前

后纵梁，前后地板，车身结构件，电机壳体端盖，控制器壳体，轮毂，电机、电驱、电控壳体，一体化铸造车身等。

表 6：新能源新材料铸造加工项目

具体介绍
预计投资人民币 10.5 亿元
分 2 期实施，其中，一期建设投资 5.2 亿元，用于低压铸造硬件投资、高压铸造硬件投资和厂房建设投资；二期建设投资 5.3 亿元，用于一体化铸造硬件投资和厂房建设。
一期建设计划于 2023 年 9 月启动，2024 年 5 月完工投产；二期建设将依据产品项目投产情况分步实施完成。
项目建设完工后生产的产品包括：电池壳体，减震塔，前后纵梁，前后地板，车身结构件，电机壳体端盖，控制器壳体，轮毂，电机、电驱、电控壳体，一体化铸造车身等。
项目全部建设完成并达产 6 万吨后，预计每年可实现产销 20 亿元以上，实现利税 3.5 亿元。
资料来源：公司公告，天风证券研究所

华达科技与江苏恒义（新能源客户资源丰富）实现优势互补、资源共享，联合布局电池壳产品和轻量化领域，进一步提高公司的竞争实力与盈利水平。

## 4. 积极布局低空经济，不断拓展成长边界

“低空经济”是指以民用有人驾驶和无人驾驶航空器为主，以载人、载货及其他作业等多场景低空飞行活动为牵引，辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态，具有辐射面广、产业链条长、成长性和带动性强等特点，在拉动有效投资、创造消费需求、提升创新能级方面具有广阔空间。

图 37：亿航载人小型飞行器原型



资料来源：快科技，天风证券研究所

国家层面，分别在通用航空、低空经济、低空空域管理、无人机管理等方面不断进行政策刺激，低空产业政策及管理层面正在走向成熟。工业和信息化部、科学技术部、财政部、中国民用航空局等四部门近日联合印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030年）》。提出到2027年，我国通用航空装备供给能力、产业创新能力显著提升，现代化通用航空基础支撑体系基本建立，高效融合产业生态初步形成，通用航空公共服务装备体系基本完善，以无人化、电动化、智能化为技术特征的新型通用航空装备在城市空运、物流配送、应急救援等领域实现商业应用。到2030年，以高端化、智能化、绿色化为特征的通用航空产业发展新模式基本建立，支撑和保障“短途运输+电动垂直起降”客运网络、“干-支-末”无人机配送网络、满足工农作业需求的低空生产作业网络安全高效运行，通用航空装备全面融入人民生活各领域，成为低空经济增长的强大推动力，形成万亿级市场规模。

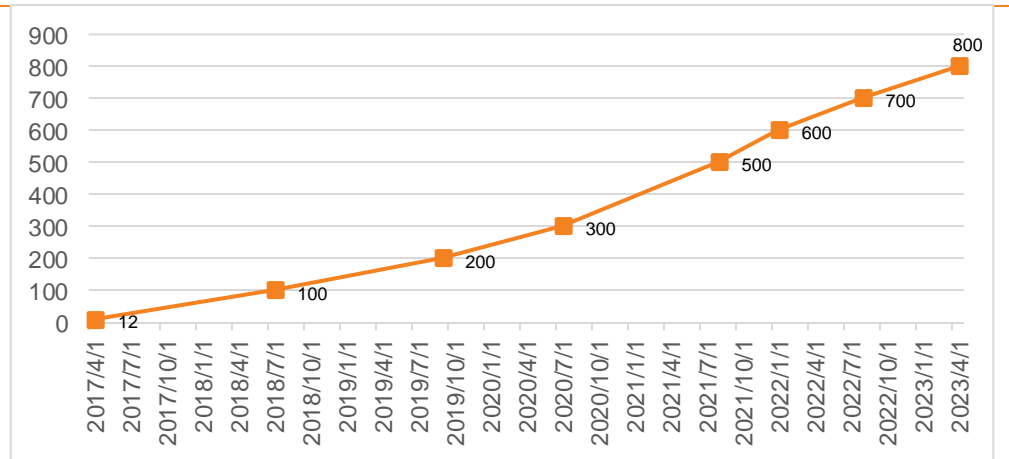
表 7：低空飞行相关政策梳理

	年份	政策
初步探索期	2010年	国务院中央军委下发了《关于深化我国低空空域管理改革的意见》，提出了2011-2020年我国低空空域管理改革的总体目标、阶段目标、主要任务和措施。
	2014年	《低空空域使用管理规定（试行）》发布。
	2016年	《关于促进通用航空业发展的指导意见》指出到2020年，建成500个以上通用机场，通用航空器达到5000架以上，年飞行量200万小时以上，培育一批具有市场竞争力的通用航空企业。
	2018年	《低空飞行服务保障体系建设总体方案》提出建设功能层次清晰、体系布局合理、资源数据共享的低空飞行服务保障体系，明确低空飞行服务保障的布局和功能定位。
	2018年	《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例（征求意见稿）》发布，对无人驾驶航空器飞行及相关活动进行规范。
快速发展期	2019年	《基于运行风险的无人机适航审定的指导意见》明确将在2019年底初步建成基于运行风险的无人飞行器适航管理体系，公布已在国内5家无人飞行器企业设立适航审定试点，重点探索货运、巡检、载人无人机的适航标准和审定办法。
	2021年	中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，首次将“低空经济”概念写入国家规划。
	2021年	《“十四五”民用航空发展规划》多次提到通用航空与无人机，着重强调它们的安全管理。
	2021年	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》提出扩大航空网络覆盖，有序推进通用机场规划建设，构建区域短途运输网络，探索通用航空与低空旅游、应急救援、医疗救护、警务航空等融合发展。
	2022年	《“十四五”通用航空发展专项规划》提出“十四五”期间通用航空安全水平达到新平衡、发展规模实现新跃升、保障能力取得新突破、服务质量达到新水平。
	2023年	国家空管委办公室在《中华人民共和国空域管理条例（征求意见稿）》中提出空域管理的十六字原则：集中统管、军民融合、管用分离、安全高效。
	2024年	《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》正式施行，促进无人驾驶航空器产业健康有序发展，维护航空安全、公共安全、国家安全。

资料来源：国务院、中国民航网、内蒙古自治区人民政府网，天风证券研究所

**低空飞行市场规模有望快速提升。**近日，中国民用航空局明确支持深圳市建设国家低空经济产业综合示范区、支持深圳完善产业发展服务体系，同意开展低空物流、城市空中交通等研究试点。2023年，深圳低空经济年产值已超过900亿元，同比增长20%；2023年，深圳新开通无人机航线77条，新建无人机起降点73个，完成载货无人机飞行量60万架次，飞行规模全国第一，消费级无人机占全球70%的市场份额，工业级无人机占全球50%的市场份额；直升机飞行量超2万架次，飞行规模全国领先。在中国民用航空局等相关国家部委指导下，按照深圳市委市政府工作部署，深圳市交通运输局将进一步完善建设方案，推动低空经济产业综合示范区建设各项工作落实落地，重点在加快飞行服务保障、新型基础设施、低空智能融合系统、规则标准体系建设等工作上创实绩、见成效，争取尽快建成低空智能融合基础设施，完善低空通信、导航、监视、气象、飞行服务等设施体系。

图 38：全球 eVTOL 产品数（个）



资料来源：美国垂直飞行协会官网，天风证券研究所

**公司积极布局飞行汽车业务，有望与海鸥飞行汽车集团有限公司合作，切入市场。**2024年4月14日，华达科技参观广东海鸥飞行汽车集团有限公司，双方就低空经济、飞行汽车及eVTOL产业发展路径进行了深入交流。海鸥飞行汽车集团目前主要业务为飞行汽车设计制造、低空飞行服务保障系统、航电系统、自动驾驶系统、三维视景导航地图系统、动力电池、航空发动机等的设计研发，并提供支持航空运营的配套服务。4月7日，中国民航局向亿航智能颁发EH216-S无人驾驶航空器系统生产许可证（PC），标志着我国eVTOL

产业进入量产阶段。海鸥飞行汽车集团也即将进入适航证申请流程。公司作为国内汽车轻量化行业的头部企业，30 多年来积累了大量汽车领域的前沿技术，并打造了全球领先的自动化工厂，和海鸥飞行汽车双方在技术研发、生产制造、市场拓展及资金支持等领域将构建全面、深入的战略合作，发挥各自优势，共同携手加速低空经济的产业化落地。

图 39：华达科技参观广东海鸥飞行汽车集团有限公司



资料来源：华达科技官网，天风证券研究所

## 5. 投资建议

**1) 汽车零部件业务：**在国内汽车消费优惠政策的支持下，国内汽车行业持续恢复增长，公司车身零部件业务 2023 年营收同比-13.40%。我们认为随着市场需求恢复，公司加速客户转型，投资平台投资奇瑞深度绑定客户关系，增厚收入，公司该部分业务营收将保持平稳增长，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 36.07%/22.94%/20.00%；该业务毛利率较为平稳，预计 2024-2026 年毛利率分别为 15.00%/15.50%/16.00%。

**2) 新能源汽车零部件业务：**2023 年公司新能源汽车零部件业务营收同比+74.70%，公司客户持续拓展，切入特斯拉+“新势力”产业链。预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 40.85%/40.00%/20.00%；规模化有望带动公司新能源汽车零部件毛利率逐步提升，预计该业务 2024-2026 年毛利率分别为 18.00%/19.00%/19.00%。

**3) 其他业务：**2023 年公司其他业务营收同比持平，预计 2024-2026 年该业务保持平稳，营收持平；其他业务毛利率较为平稳，预计该业务 2023-2025 年毛利率分别为 55.62%/55.62%/55.62%。

表 8：营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>汽车零部件</b>					
收入	3851	3335	4536	5577	6692
YOY	5.19%	-13.40%	36.07%	22.94%	20.00%
毛利率	12.34%	11.36%	15.00%	15.50%	16.00%
<b>新能源汽车零部件</b>					
收入	1016	1775	2500	3500	4200
YOY	56.31%	74.70%	40.85%	40.00%	20.00%
毛利率	8.57%	16.43%	18.00%	19.00%	19.00%
<b>模具</b>					
收入	36				
YOY	-82.86%				
毛利率	26.93%				
<b>其他业务</b>					
收入	260	260	260	260	260
YOY	32.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	73.08%	55.62%	55.62%	55.62%	55.62%
<b>总营收</b>					
收入	5163	5369	7296	9337	11152
YOY	9.46%	4.00%	35.90%	27.97%	19.44%
毛利率	14.76%	15.17%	17.47%	17.93%	18.05%

资料来源：Wind，天风证券研究所

综上，我们预计公司 2024-2026 年实现营收 72.96/93.37/111.52 亿元，实现归母净利润 5.77/7.80/9.55 亿元，EPS 分别为 1.31/1.78/2.18 元/股，当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 23/17/14 倍。我们参考行业内压铸厂商拓普集团、博俊科技及贝斯特作为可比公司，24 年可比公司 PE 均值 23x，由于公司是国内汽车冲压及焊接总成龙头企业，通过收购江苏恒义进军新能源，23-24 年项目逐步达产后有望显著增厚业绩，一体化压铸业务切入电动化增量赛道，给予 24 年 25-30x PE，对应目标价 33-39 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS				PE			
			2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
601689.SH	拓普集团	59.85	1.54	1.95	2.46	3.31	39	31	24	18
300926.SZ	博俊科技	21.65	1.02	1.11	1.10	1.55	21	20	20	14
300580.SZ	贝斯特	25.18	1.14	0.83	1.02	1.30	22	30	25	19
	可比公司均值		1.23	1.30	1.52	2.05	27	27	23	17
603358.SH	华达科技	29.96	0.59	0.74	1.31	1.78	51	41	23	17

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期；收盘价数据截至 2024 年 5 月 14 日）



## 6. 风险提示

- 1) **原材料成本超预期上行导致毛利率低预期**：上游原材料持续上涨，公司成本上升，导致毛利承压，影响利润
- 2) **产业竞争加剧**：随着一体化压铸业务的发展，公司可能面临行业竞争加剧的风险；
- 3) **轻量化及新能源相关业务拓展进度不及预期**：新能源汽车销量受经济、政策等多方面因素影响，轻量化及一体化压铸技术应用存在不及预期的风险。
- 4) **公司收到监管警示函**：公司持股 5%以上的股东未及时按照制度要求披露相关减持信息，存在信息披露不及时的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,167.45	1,287.87	1,565.37	2,453.46	3,317.49
应收票据及应收账款	1,137.37	1,166.28	1,964.39	2,041.86	2,743.33
预付账款	66.92	51.35	105.01	93.99	143.35
存货	1,358.81	1,223.15	2,373.54	2,269.73	3,269.68
其他	301.20	400.00	412.50	420.74	430.28
<b>流动资产合计</b>	<b>4,031.75</b>	<b>4,128.65</b>	<b>6,420.81</b>	<b>7,279.78</b>	<b>9,904.13</b>
长期股权投资	181.59	236.98	294.45	343.11	396.95
固定资产	1,416.48	1,517.84	1,541.39	1,522.93	1,467.79
在建工程	72.75	62.78	95.86	131.28	163.15
无形资产	175.94	239.19	275.62	309.55	340.98
其他	515.73	569.91	485.27	420.42	354.54
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,362.49</b>	<b>2,626.70</b>	<b>2,692.60</b>	<b>2,727.29</b>	<b>2,723.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,395.11</b>	<b>6,756.10</b>	<b>9,113.41</b>	<b>10,007.07</b>	<b>12,627.54</b>
短期借款	185.15	247.24	271.97	299.16	329.08
应付票据及应付账款	2,305.99	2,121.27	3,731.96	3,717.11	5,166.81
其他	144.31	213.45	313.71	306.01	360.51
<b>流动负债合计</b>	<b>2,635.46</b>	<b>2,581.96</b>	<b>4,317.63</b>	<b>4,322.28</b>	<b>5,856.40</b>
长期借款	54.68	208.00	228.80	251.68	276.85
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	138.53	177.76	177.76	177.76	177.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>193.21</b>	<b>385.76</b>	<b>406.56</b>	<b>429.44</b>	<b>454.61</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,888.30</b>	<b>3,007.83</b>	<b>4,724.19</b>	<b>4,751.72</b>	<b>6,311.01</b>
少数股东权益	345.29	393.88	457.98	544.59	650.71
股本	439.04	439.04	439.04	439.04	439.04
资本公积	1,269.36	1,269.36	1,269.36	1,269.36	1,269.36
留存收益	1,453.12	1,645.99	2,222.84	3,002.36	3,957.42
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	(0.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,506.81</b>	<b>3,748.27</b>	<b>4,389.21</b>	<b>5,255.35</b>	<b>6,316.53</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,395.11</b>	<b>6,756.10</b>	<b>9,113.41</b>	<b>10,007.07</b>	<b>12,627.54</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	261.07	373.17	576.85	779.52	955.06
折旧摊销	201.09	228.26	256.93	299.12	341.84
财务费用	10.08	17.13	4.22	(1.34)	(10.64)
投资损失	(42.90)	(82.83)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(531.32)	(377.15)	(325.24)	8.38	(254.68)
其它	300.49	179.45	84.09	106.61	126.12
<b>经营活动现金流</b>	<b>198.51</b>	<b>338.04</b>	<b>496.86</b>	<b>1,092.31</b>	<b>1,057.70</b>
资本支出	338.21	376.94	350.00	350.00	350.00
长期投资	33.13	55.39	57.47	48.66	53.84
其他	(536.39)	(678.77)	(668.14)	(654.29)	(663.24)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(165.05)</b>	<b>(246.44)</b>	<b>(260.66)</b>	<b>(255.63)</b>	<b>(259.40)</b>
债权融资	148.34	264.59	41.30	51.41	65.72
股权融资	(109.75)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.39	(159.96)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>103.98</b>	<b>104.63</b>	<b>41.30</b>	<b>51.41</b>	<b>65.72</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>137.44</b>	<b>196.22</b>	<b>277.50</b>	<b>888.09</b>	<b>864.03</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>5,162.61</b>	<b>5,368.89</b>	<b>7,296.32</b>	<b>9,336.96</b>	<b>11,152.36</b>
营业成本	4,400.72	4,554.39	6,021.30	7,662.96	9,139.02
营业税金及附加	27.04	26.77	40.13	51.35	61.34
销售费用	43.03	55.46	72.96	91.50	107.11
管理费用	159.40	173.79	226.19	283.66	332.03
研发费用	188.62	184.39	204.30	256.21	299.90
财务费用	(7.73)	1.38	4.22	(1.34)	(10.64)
资产/信用减值损失	(103.44)	(89.30)	(85.20)	(83.49)	(81.82)
公允价值变动收益	(0.20)	56.28	20.00	20.00	20.00
投资净收益	42.47	82.83	100.00	100.00	100.00
其他	104.38	(130.52)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>308.31</b>	<b>453.43</b>	<b>762.03</b>	<b>1,029.12</b>	<b>1,261.78</b>
营业外收入	6.59	1.17	4.00	4.00	4.00
营业外支出	3.75	4.85	3.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>311.15</b>	<b>449.74</b>	<b>763.03</b>	<b>1,031.12</b>	<b>1,263.78</b>
所得税	50.07	76.57	122.08	164.98	202.60
<b>净利润</b>	<b>261.07</b>	<b>373.17</b>	<b>640.94</b>	<b>866.14</b>	<b>1,061.18</b>
少数股东损益	0.74	48.59	64.09	86.61	106.12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>260.33</b>	<b>324.58</b>	<b>576.85</b>	<b>779.52</b>	<b>955.06</b>
每股收益(元)	0.59	0.74	1.31	1.78	2.18

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.46%	4.00%	35.90%	27.97%	19.44%
营业利润	-26.05%	47.07%	68.06%	35.05%	22.61%
归属于母公司净利润	-27.35%	24.68%	77.72%	35.13%	22.52%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.76%	15.17%	17.47%	17.93%	18.05%
净利率	5.04%	6.05%	7.91%	8.35%	8.56%
ROE	8.23%	9.68%	14.67%	16.55%	16.86%
ROIC	12.87%	17.48%	25.84%	29.49%	35.35%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.16%	44.52%	51.84%	47.48%	49.98%
净负债率	-25.93%	-20.37%	-22.68%	-34.89%	-41.84%
流动比率	1.50	1.57	1.49	1.68	1.69
速动比率	0.99	1.11	0.94	1.16	1.13
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.02	4.66	4.66	4.66	4.66
存货周转率	3.81	4.16	4.06	4.02	4.03
总资产周转率	0.86	0.82	0.92	0.98	0.99
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.59	0.74	1.31	1.78	2.18
每股经营现金流	0.45	0.77	1.13	2.49	2.41
每股净资产	7.20	7.64	8.95	10.73	12.91
<b>估值比率</b>					
市盈率	48.91	39.23	22.07	16.33	13.33
市净率	4.03	3.80	3.24	2.70	2.25
EV/EBITDA	8.10	9.59	9.91	7.41	5.90
EV/EBIT	10.43	12.14	12.66	9.28	7.33

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com