

客户产品技术升级，量利双升

——首次覆盖深度报告



买入(首次)

行业：汽车

日期：2024年05月31日

分析师：王璿

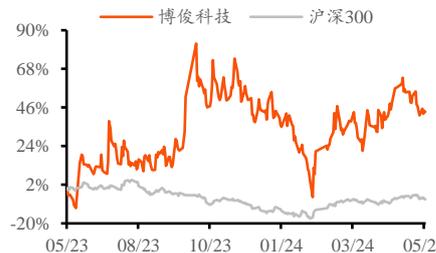
E-mail: wangjin@yongxingsec.com

SAC编号：S1760523080002

基本数据

05月30日收盘价(元)	20.05
12mthA股价格区间(元)	17.91-37.14
总股本(百万股)	404.31
无限售A股/总股本	66.28%
流通市值(亿元)	53.73

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

■ 冲压模块化产品放量，业绩步入高速增长通道

公司以冲压模具起家，拥有近20年冲压经验，下游客户优质，模块化业务放量，公司发展提速。2023年，公司营收约26亿，同比约+87%，归母净利约3.1亿，同比约+108%。2024年，公司预计营收同比+50%~+80%，净利同比+40%~+70%。

■ 量：客户、产品升级，冲压压铸兼顾，中长期发展可期

国内冲压行业约3016亿规模，格局分散。国内主要冲压件厂商市占率7%左右。在自主崛起的背景下，公司抓住零整关系重塑的机遇，客户和产品实现突破，2023~2025年公司在手订单合计金额约71亿，夯实未来3年业绩高增的确定性：

1) 客户升级，从Tier-1供应商到整车厂。整车厂营收占比持续提升，到2022年，吉利、理想、赛力斯占比约38%。公司积极在常州、河北燕郊、成都、肇庆等地扩产和新建产能，有望继续导入整车客户，持续优化客户结构。

2) 产品升级，从零部件到总成件。自2018年起，公司积极拓展车身模块化业务，涉及侧围、后侧围内板、地板、前纵梁总成及防撞梁、仪表台骨架等。2022年，车身模块化产品营收占比达39%。

3) 兼顾压铸：子公司成都博俊、常州博俊二期布局一体压铸，已和力劲集团签订采购协议，订购5台3500-9000T大型压铸机，并已获得客户项目订单。

■ 利：从工序覆盖面、加工难度增厚利润

公司人均产值和固定资产周转率持续提升，2023年分别约107万元和2.7，仍有提升空间。公司通过增加工序覆盖面和加工难度增厚利润：

1) 通过加工总成的方式可以延长加工工序，同时掌握冲压和注塑等技术，有利于产线的拓展，增厚加工费用；2) 热冲压成型技术门槛较高，国内只有少数企业掌握。公司掌握热成型冲压等核心技术。

■ 投资建议

我们预计公司2024~2026年营收分别为39.4、52.8和68.5亿元，同比+52%、+34%和+30%；归母净利润分别为4.9、6.7和9.2亿元，同比+59%、+38%和+36%。截至2024年5月24日，股价对应2024~2026年PE分别为17、12、9倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济不及预期，客户需求不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,600	3,940	5,282	6,845
年增长率(%)	87.0%	51.5%	34.0%	29.6%
归属于母公司的净利润	309	490	674	916
年增长率(%)	108.2%	58.9%	37.5%	35.9%
每股收益(元)	1.11	1.21	1.67	2.27
市盈率(X)	26.42	16.53	12.02	8.85
净资产收益率(%)	17.7%	22.0%	23.2%	24.0%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所(2024年05月30日收盘价)

正文目录

1. 深耕汽车冲压件	4
1.1. 公司发展简介	4
1.2. 股权集中，核心管理层利益绑定	4
1.3. 营收高增长，盈利能力有待恢复	5
2. 量：短期看产品、客户升级，中长期看大吨位压铸突破	7
2.1. 行业：汽车冲压件约 3016 亿市场	7
2.2. 格局：自主崛起，零整关系重塑，自主冲压厂商有望突围	7
2.3. 短期公司客户、产品升级，2023~2025 年约 71 亿订单待释放	9
2.4. 布局一体压铸，打开中长期成长空间	14
3. 利：从工序覆盖面、加工难度增厚利润，效率、产能利用率仍有提升空间	15
3.1. 单位产出仍有提升空间	16
3.2. 增加工序覆盖面增厚利润	17
3.3. 增加工序难度增厚利润	18
3.4. 期间费用率处于下行通道	20
4. 盈利预测与估值	20
5. 风险提示	22

图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构	5
图 3: 2021 年开始公司进入快速发展期	5
图 4: 钢材综合价格走势	6
图 5: 2023 年公司冲压成本结构	6
图 6: 公司盈利能力短期承压	6
图 7: 2022 年开始公司净利润增速向上	6
图 8: 2021 年开始公司期间费用率下降	7
图 9: 2023 年汽车冲压件市场空间约 3016 亿	7
图 10: 2023 年国内汽车冲压件市场格局	9
图 11: 2023 年国内主要汽车冲压件厂商营收（亿元）	9
图 12: 中国乘用车零售市场国别份额情况	9
图 13: 国内新能源汽车份额快速提升	9
图 14: 车身模块化产品在手订单情况（亿元）	10
图 15: 公司客户可分为 Tier-1 供应商和整车厂	10
图 16: 2020~2022 年，整车厂客户营收占比持续提升	11
图 17: 2023 年客户结构情况	11
图 18: 公司产品升级：从零部件到总成件	12
图 19: 公司模块化产品营收占比持续提升	13
图 20: 特斯拉一体压铸在 Model 3/Y 的应用	14
图 21: 公司采购力劲大吨位压铸机	15
图 22: 国内主要冲压厂商毛利率情况	16
图 23: 重庆博俊、常州博俊净利率表现	16
图 24: 国内主要冲压厂商人均产出（万元）	16
图 25: 多利科技产能利用率处于高位	16
图 26: 国内主要冲压厂商固定资产周转率	17
图 27: 冲压零部件、分拼总成件生产流程	17
图 28: 冲压单品件、总成件、分拼总成件情况	17
图 29: 分拼总成件单价较冲压零部件高（元/件）	18
图 30: 分拼总成件毛利率较冲压零部件高	18

图 31: 冲压件生产流程.....	18
图 32: 注塑件生产流程.....	18
图 33: 冷冲压工艺及设备图.....	19
图 34: 热冲压生产流程图.....	19
图 35: 特斯拉 Model Y 白车身结构	19
图 36: 热冲压成形技术的应用.....	19
图 37: 国内主要冲压件厂商期间费用情况.....	20

表目录

表 1: 公司产品情况.....	4
表 2: 部分国内汽车冲压件配套关系	8
表 3: 整车厂的配套情况.....	11
表 4: 分地区看国内汽车产量分布.....	12
表 5: 公司零部件和白车身业务应用领域互补.....	13
表 6: 车身模块化产品均价更高.....	13
表 7: 重庆博俊、常州博俊业绩情况.....	14
表 8: 整车厂一体压铸产品应用进展.....	15
表 9: 国内冲压厂商热冲压成型技术布局.....	20
表 10: 公司盈利预测 (百万元, %)	21
表 11: 可比公司估值.....	22

1. 深耕汽车冲压件

1.1. 公司发展简介

发展：公司 2004 年成立于上海，2011 年整体搬迁至昆山，2021 年在深交所上市。

业务：冲压产品向模块化升级。公司以精密模具起家，逐步形成以冲压为主的业务体系。2018 年，公司冲压产品从零部件扩展到白车身产品，包括车身模块化和仪表台骨架等总成。

产能：区域布局不断完善。在昆山生产基地的基础上，重庆、常州基地分别于 2019、2022 年开始贡献收入，辐射西南、华东客户群体。河北博俊基地预计于 2024 年第四季度投产，主要辐射京津冀地区客户。

图1:公司发展历程

	2004	2006	2011	2018	2019	2022	2023	2024
模具	上海博俊精密模具有限公司		博俊精密部件(昆山)有限公司					
冲压		上海博俊部件有限公司	博俊精密部件(昆山)有限公司	拓展车身模块化业务				
注塑				注塑业务投产				
生产基地	上海		整体搬迁至昆山		重庆博俊贡献收入	常州博俊贡献收入	设立河北生产基地	设立肇庆子公司及零部件生产项目

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

表1:公司产品情况

主营业务	图片	产品介绍	2023 年营收(亿元); 占比 (%)
冲压零部件		覆盖了汽车的框架类、传动类、其他类零部件产品和相应的生产性模具	23.19; 89.2%
白车身		车身模块化及仪表台骨架等总成，包括上车身结构件、下车身结构件、车身覆盖件及仪表台骨架等产品	-
商品模业务	-	根据客户要求，设计、生产模具并直接销售给客户	0.04; 0.1%
注塑业务		主要包括汽车天窗、门窗等系统的注塑组件	0.69; 2.6%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

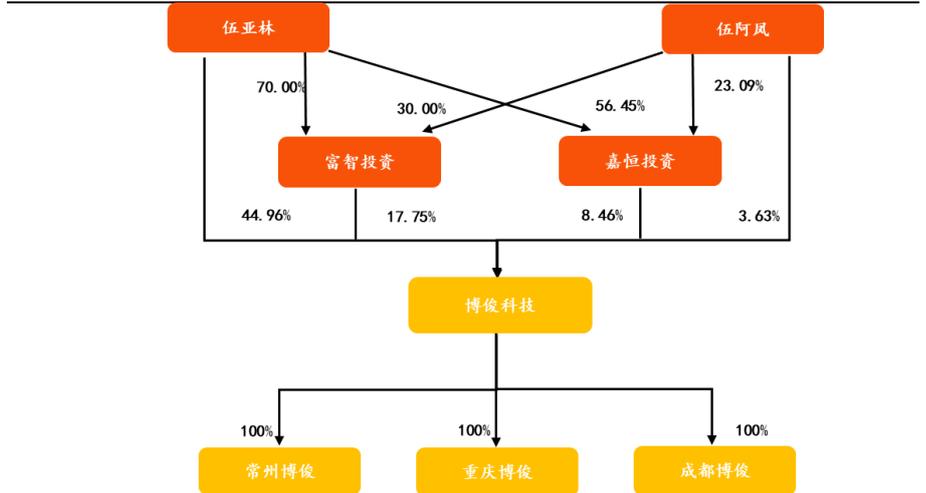
1.2. 股权集中，核心管理层利益绑定

公司股权集中度较高，核心管理层利益与公司利益深切绑定。

1) 截至 2023 年 12 月 31 日，实际控制人伍亚林、伍阿凤夫妇分别持有公司 57.39%、10.91% 的股权，合计持有 68.29% 股权。

2) 嘉恒投资为员工持股平台，多位核心管理层和技术人员持股。

图2:公司股权结构



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

注：持股比例参考日期为2023年12月31日，股权结构参考2021年年报

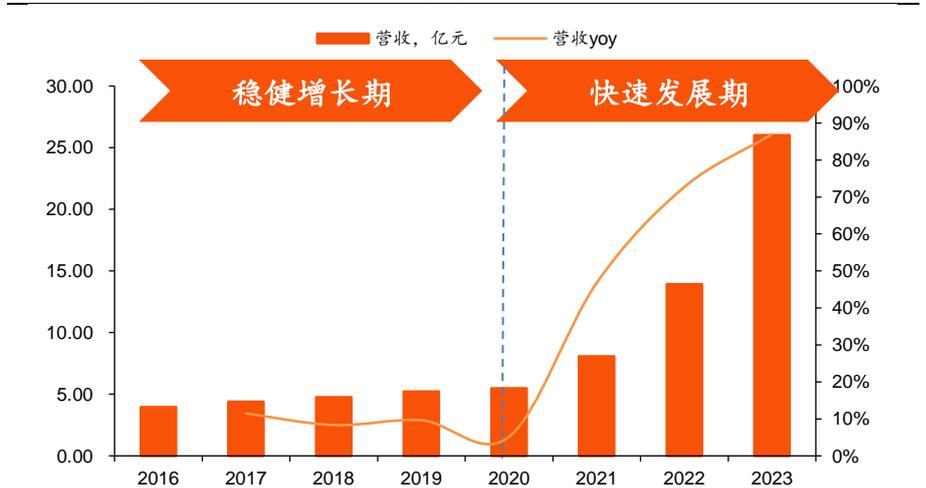
1.3. 营收高增长，盈利能力有待恢复

模块化业务放量，公司发展提速。

稳健增长期：2016~2020年，公司整体营收稳健发展，营收CAGR约9%。

快速发展期：2020年开始，模块化业务放量，公司营收进入发展快车道。

图3:2021年开始公司进入快速发展期



资料来源：iFind, Wind, 甬兴证券研究所

盈利能力整体较为稳健。

1) 2017~2020年，公司毛利率平稳，基本维持在30%左右，净利率12%~14%。

2) 2021年，受钢材等原材料价格上涨、重庆博俊车身模块化业务产能未完全释放导致单位固定成本过高等因素影响，冲压业务毛利率下行。2023

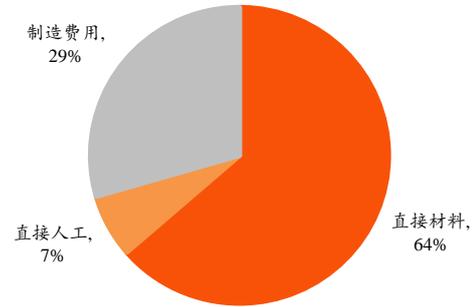
公司整体毛利率 25.5%，净利率 11.9%。

图4:钢材综合价格走势



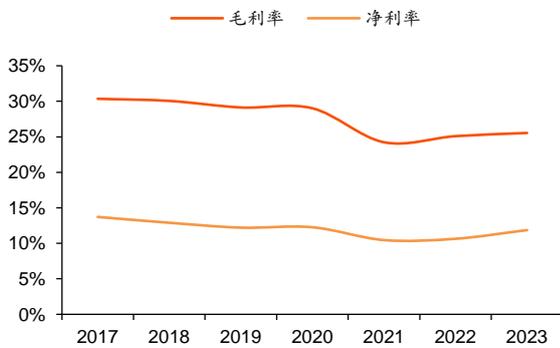
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:2023 年公司冲压成本结构



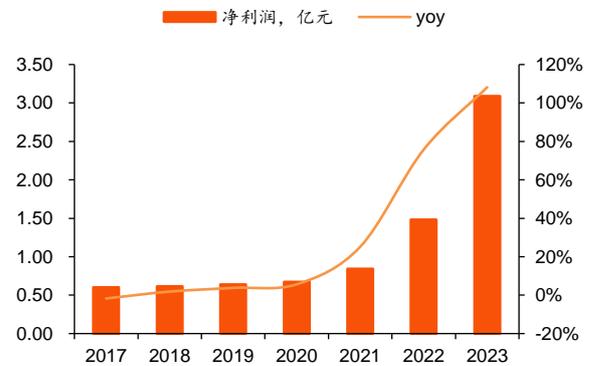
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图6:公司盈利能力短期承压



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:2022 年开始公司净利润增速向上



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司费用管控能力较强, 2021 年开始期间费用率下降, 2023 年约 8.3%。

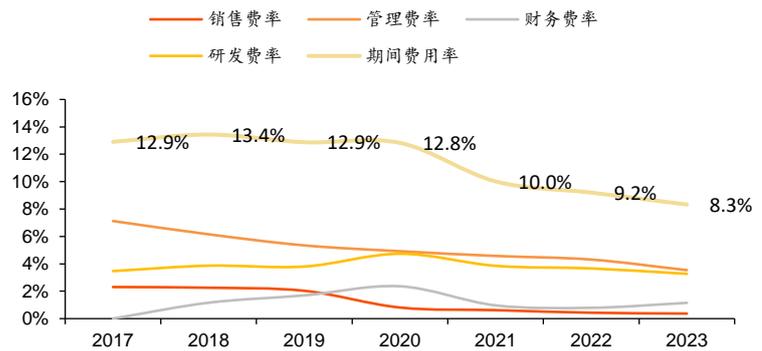
1) 销售费用: 2017~2019 年公司销售费用保持在 2% 左右, 因 2020 年起运输费用计入营业成本, 销售费用率下降至 0.8%, 2023 约 0.4%。

2) 管理费用: 公司管理费用率持续下降, 由 2017 年的 7.1% 下降至 2023 年的 3.5%。

3) 财务费用: 2018 年随着重庆博俊投入建设, 公司流动资金较为紧张, 致使利息支出增加, 财务费用率提高至 1.2%, 后续基本维持在 1%~2.5% 之间。

4) 研发费用: 公司在研发端持续投入, 研发费用率保持在 3%~5%。

图8:2021 年开始公司期间费用率下降



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 量：短期看产品、客户升级，中长期看大吨位压铸突破

2.1. 行业：汽车冲压件约 3016 亿市场

工艺：汽车冲压零部件是指通过冲压模具与冲压设备，使板料在模具里直接受到变形力并发生金属的塑形变形，从而获得一定形状、尺寸和性能的零件。

据华经产业研究院测算，2021 年、2022 年汽车冲压件单车价值约 1 万元。

据中汽协，2023 年我国汽车产量约 3016 万辆，按单车价值量 1 万元计算，2023 年汽车冲压行业市场规模约 3016 亿元。

图9:2023 年汽车冲压件市场空间约 3016 亿



资料来源: 中汽协, 盖世汽车, 华经产业研究院, 甬兴证券研究所

2.2. 格局：自主崛起，零整关系重塑，自主冲压厂商有望突围

据多利科技招股书，我国冲压市场主要分为三类企业：

1) 第一类：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；

2) 第二类：多利科技、华达科技、博俊科技等国内大型民企，具备自

主模具设计制造能力和成本竞争力；

3) 第三类：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。

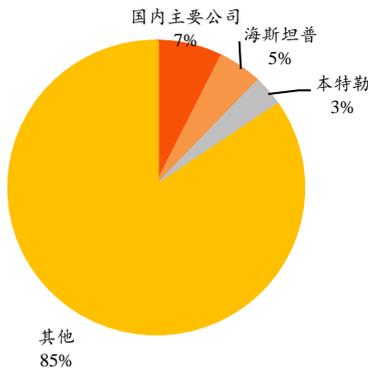
市场集中度低。2023 年，国内主要汽车冲压件厂商营收规模较小，除华域车身外，营收规模都在 40 亿元以下。2023 年，主要企业冲压件营收合计约 224 亿元，合计市占率仅为 7%。主要是由于 1) 本特勒、海斯坦普等先发优势明显；2) 自主冲压件厂商配套产品多为冲压零部件或单车价值量低的小总成件。

表2:部分国内汽车冲压件配套关系

车企分类	车企	2023 产量份额	海斯坦普	本特勒	华域车身	博俊科技	多利科技	长华集团	华达科技	祥鑫科技	无锡振华	英利汽车	瑞鹄模具
自主	比亚迪	10%				√				√		√	√
自主	长安汽车	6%				√							
自主	吉利	6%	√	√		√		√		√		√	√
自主	奇瑞汽车	6%	√	√				√					√
自主	长城汽车	4%	√			√		√			√		√
自主	上汽乘用车	3%			√		√				√		√
自主	一汽	2%											√
自主	江淮汽车	1%											
自主	广汽乘用车	1%							√				√
自主	理想	1%				√	√		√		√		√
自主	蔚来	1%					√			√		√	√
自主	小鹏	1%							√	√		√	√
自主	赛力斯	0%				√							
自主	特斯拉	3%		√			√		√		√		
外资	华晨宝马	2%	√	√								√	
合资	一汽大众	6%	√	√			√	√	√	√		√	√
合资	上汽通用五菱	4%											
合资	上汽大众	4%	√	√	√		√	√	√		√	√	√
合资	上汽通用	4%	√	√	√		√	√	√		√	√	
合资	广汽丰田	3%						√	√				
合资	一汽丰田	3%						√					
合资	北京奔驰	2%		√								√	
合资	广汽本田	2%						√	√				
合资	东风本田	2%						√	√				
合资	东风日产	1%						√	√				
合资	长安福特	1%				√		√					
自主	小计	43%											
外资	小计	6%											
合资	小计	32%											
合计		81%											

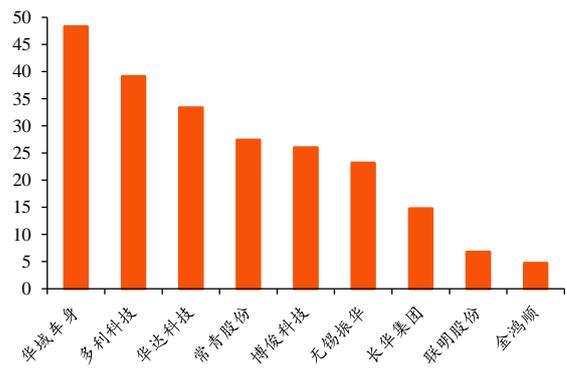
资料来源：Marklines，各公司公告，华域车身官网，甬兴证券研究所

图10:2023 年国内汽车冲压件市场格局



资料来源: Marklines, Wind, 甬兴证券研究所
注: 海斯坦普和本特勒营收口径为亚太地区; 国内主要公司包括华域车身、华达科技、多利科技、常青股份、无锡振华、博俊科技、长华集团、黎明股份、金鸿顺

图11:2023 年国内主要汽车冲压件厂商营收 (亿元)

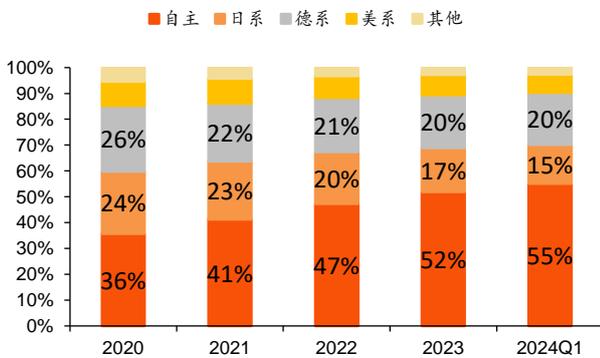


资料来源: Wind, iFind, 甬兴证券研究所

据乘联会零售数据, 近年国内乘用车市场自主份额持续提升, 从 2019 年的 36% 上升到 24Q1 的 55%。

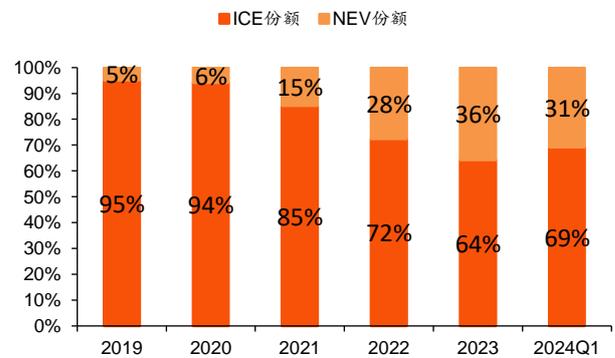
电动化背景下, 车型开发周期缩短, 响应速度成为整车厂和供应商合作的重要因素之一。国内厂商组织架构灵活、配合度高, 有望受益于自主崛起。

图12:中国乘用车零售市场国别份额情况



资料来源: 乘联会, 甬兴证券研究所

图13:国内新能源汽车份额快速提升

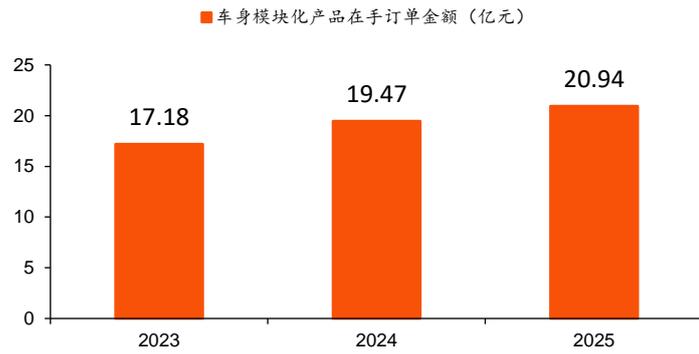


资料来源: 乘联会, 甬兴证券研究所

2.3. 短期公司客户、产品升级, 2023~2025 年约 71 亿订单待释放

在自主崛起的背景下, 公司抓住零整关系重塑的机遇, 客户和产品向上突破。据公司 2023 年 4 月数据, 2023-2025 年, 公司在手订单合计金额约 71.1 亿, 其中车身模块化产品订单合计达 57.6 亿, 为未来高速发展奠定基础。

图14:车身模块化产品在手订单情况 (亿元)



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所
注:数据为公司2023年4月所披露的公告数据

公司在手订单充足, 主要是由于公司正处于客户、产品升级期:

1) 客户升级: 从 Tier-1 到整车厂

整车厂营收占比持续提升。到 2022 年, 国内优质自主车企吉利、理想、赛力斯进入公司前五大客户, 营收占比合计约 38%。

1) 汽车零部件, 公司已逐步建立优质的客户网络与渠道, 与蒂森克虏伯、伟巴斯特、麦格纳、耐世特、凯毅德、德尔福、福益等国际优秀汽车零部件制造企业建立了紧密合作关系, 产品广泛应用于特斯拉、比亚迪、理想、大众等品牌汽车。

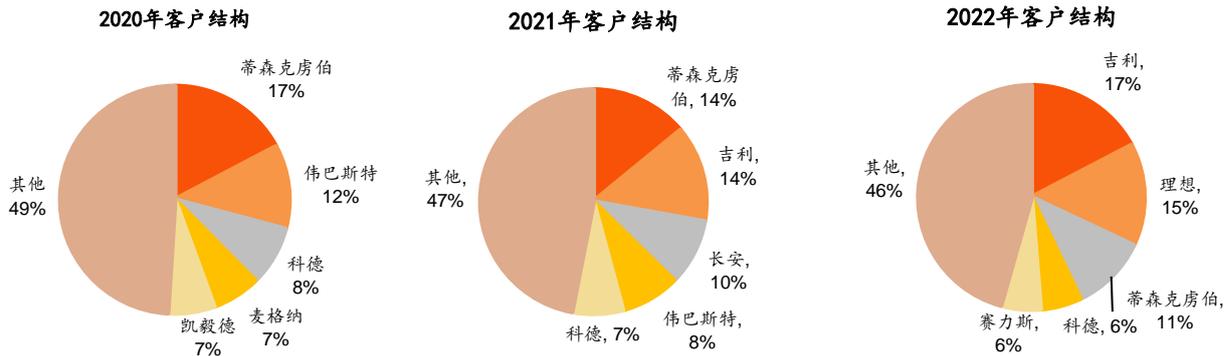
2) 白车身, 凭借在冲压零部件积累的经验, 近两年公司寻求向 Tier-1 的角色转型, 大力拓展吉利、理想、比亚迪等国内主流整车厂。

图15:公司客户可分为 Tier-1 供应商和整车厂



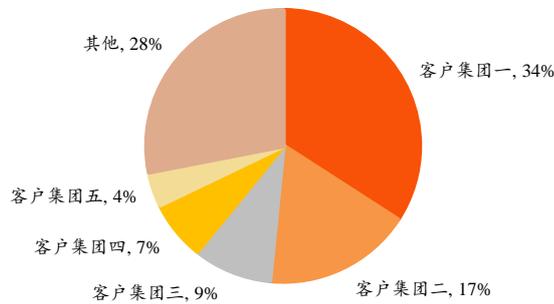
资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

图16:2020~2022年，整车厂客户营收占比持续提升



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图17:2023年客户结构情况



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

表3:整车厂的配套情况

品牌	公司产品的配套项目
比亚迪	宋、宋 Plus、海豹、海狮等
吉利	SE1A、FE-5DB、PA2A、SD3A、吉利星越 L、XE08、CMA2.0、极氪等
长安福特	CDX706、CDX707、CD542、CD764
长安汽车	C673、C318、E12
赛力斯	问界 M5、M5-纯电、M7、M9
理想汽车	L9、L8、L7、W01
长城汽车	C03

资料来源：各公司公告，甬兴证券研究所

完善产能布局，客户结构有望持续优化。公司积极在常州、廊坊和肇庆扩产和新建产能，有望继续导入整车客户。

常州：投资 10 亿扩建 55 亩生产基地，生产热成型零部件。目标客户为理想、比亚迪、极氪等整车厂。

河北燕郊：投资 4 亿建设 67 亩生产基地，生产汽车压铸件、车身冲焊件、热成型件和模具。

肇庆：投资 4 亿建设 105.01 亩生产基地，生产汽车车身零部件。

2023 年，公司在手现金 5.08 亿，应收票据及账款 11.71 亿。公司可转债已获得证监会同意注册批复，募集金额不超过 5 亿。此外，公司将以简易程序进行定增，募集金额不超过 3 亿，减轻公司快速发展期的资金压力。

表4:分地区看国内汽车产量分布

地区	2023年 产量, 万辆	份额	地区	2022年 产量, 万辆	份额	地区	2021年 产量, 万辆	份额
广东	519.19	19%	广东	415.37	16%	广东	338.46	13%
重庆	231.79	8%	上海	302.45	12%	上海	283.32	11%
上海	215.61	8%	吉林	215.58	8%	吉林	242.41	10%
安徽	208.80	8%	重庆	209.18	8%	湖北	209.90	8%
山东	197.39	7%	湖北	189.59	7%	重庆	199.80	8%
湖北	178.99	6%	广西	177.00	7%	广西	190.08	8%
江苏	165.03	6%	安徽	174.69	7%	安徽	150.28	6%
吉林	155.89	6%	浙江	124.85	5%	北京	135.47	5%
浙江	152.59	5%	山东	119.62	5%	河北	110.01	4%
北京	100.27	4%	江苏	94.36	4%	山东	107.29	4%
广西壮族自治区	97.52	4%	河北	90.55	4%	浙江	99.37	4%
四川	97.48	4%	北京	87.11	3%	辽宁	80.86	3%
辽宁	94.34	3%	辽宁	76.60	3%	江苏	77.57	3%
天津	89.46	3%	四川	72.48	3%	天津	74.04	3%
河北	84.08	3%	天津	60.32	2%	四川	72.74	3%
河南	78.32	3%	河南	55.31	2%	河南	52.79	2%
江西	47.97	2%	江西	42.74	2%	江西	43.60	2%
湖南	44.74	2%	湖南	26.35	1%	湖南	31.87	1%
内蒙古自治区	10.59	0%	黑龙江	8.26	0%	黑龙江	7.61	0%
黑龙江	9.04	0%	内蒙古	5.41	0%	内蒙古	5.45	0%
甘肃	0.00	0%	甘肃	0.00	0%	甘肃	0.03	0%
合计	2779.10	100%	合计	2547.83	100%	合计	2512.95	100%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2) 产品升级: 从零部件到总成件, 应用领域互补

公司产品升级路径清晰, 产品矩阵和应用领域不断补全, 产品结构持续优化。到 2022 年, 公司车身模块化总成产品营收占比达 39%。

产品升级, 进一步拓展汽车应用领域。公司原产品主要为汽车的框架类、传动类、其他类零部件产品, 应用在汽车转向、动力、车门、天窗、电子等系统中。自 2018 年起, 公司积极拓展白车身业务, 涉及侧围、后侧围内板、地板、前纵梁总成及防撞梁、仪表台骨架等, 进一步完善公司的产品矩阵和汽车应用领域。

图18:公司产品升级: 从零部件到总成件



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

表5:公司零部件和白车身业务应用领域互补

业务分类	产品大类	应用范围	典型产品
零部件	传动类	转向系统	转向管柱、支架、锁套、电控盖
		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
		车门系统	门锁底板、玻璃升降器、铰链、锁钩
	框架类	天窗系统	框架、导轨
		电子系统	音响框架、显示器框架、雷达支架
	其他类	内饰系统	手刹部件、排档部件、脚踏部件、饰件
白车身	/	排气系统	排气外壳、端锥、排气筒
		其他	车灯部件、管路部件、电子秤部件
		车身及仪表台	侧围、后侧围内板、地板、前纵梁总成及防撞梁、仪表台骨架等

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

车身模块化产品规格大，单车配套价值量较大。规格较大的车身模块化产品较汽车转向、动力、车门、天窗、电子等系统的子零件规格大单价高。根据公司“常州博俊科技有限公司年产 5000 万套汽车零部件、1000 套模具项目”达产期的平均单位价格，估算一般车身模块化产品的均价为 17.73 元/件，相比框架类、传动类等冲压零部件 3-6 元/件增加数倍。

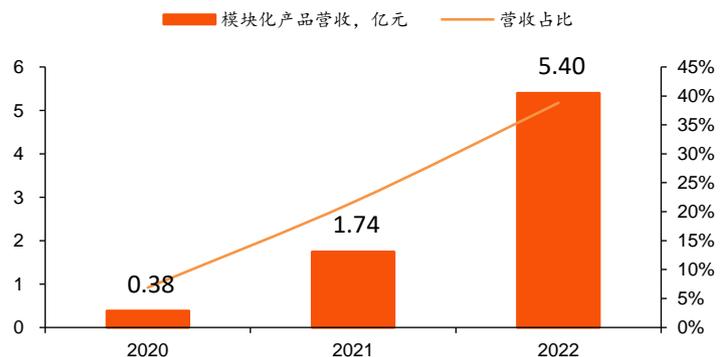
2021、2022 年，子公司重庆博俊、常州博俊车身模块化产品放量，营收和净利润贡献提升。到 2022 年，车身模块化产品营收达 5.4 亿，占公司总营收比例约 39%。

表6:车身模块化产品均价更高

单位价格 (元/件)	一般车身模块化产品	冲压业务			
		2022 年 1-9 月	2021 年	2020 年	2019 年
	17.73	4.91	5.26	4.15	3.64

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

注：一般车身模块化产品单位价格按照“常州博俊科技有限公司年产 5000 万套汽车零部件、1000 套模具项目”达产期单位均价估算

图19:公司模块化产品营收占比持续提升


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

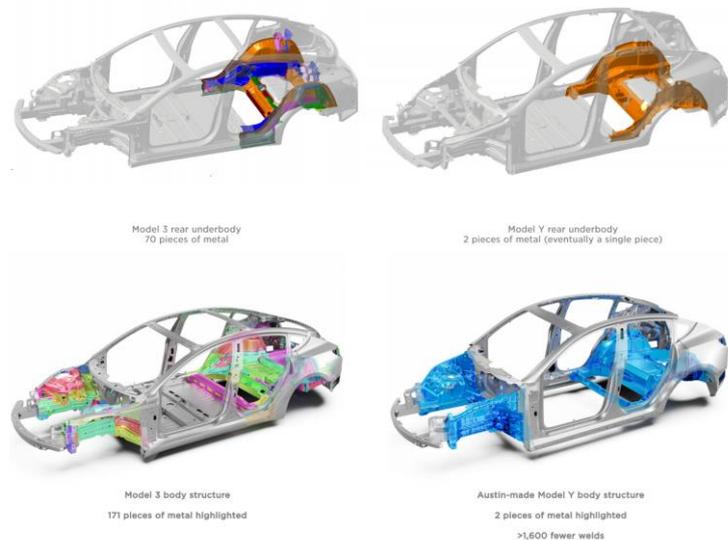
表7:重庆博俊、常州博俊业绩情况

	2020	2021	2022	2023
营收, 亿元				
重庆博俊	0.75	2.64	5.15	7.53
常州博俊		0	2.76	10.83
博俊母公司	4.99	5.75	8.69	9.28
博俊科技(上市公司)	5.49	8.06	13.91	26.00
净利润, 亿元				
重庆博俊	-0.13	0.15	0.41	1.56
常州博俊		-0.02	0.43	0.72
博俊母公司	0.8	0.74	0.65	0.96
博俊科技(上市公司)	0.67	0.84	1.48	3.09

资料来源: 公司公告, Wind, iFind, 甬兴证券研究所

2.4. 布局一体压铸, 打开中长期成长空间

特斯拉引领一体压铸发展。2020年, 特斯拉率先披露了Model Y 一体化压铸后底板工艺, 将零部件数量由70个削减至1~2个。据立鼎产业研究院, 2022年, 特斯拉奥斯特工工厂生产的Model Y 在后底板的基础上增加了前底板的一体化压铸, 将前、后底板的零部件数量从171个减少至2个, 焊接点数量至少减少1600个。

图20:特斯拉一体压铸在 Model 3/Y 的应用


资料来源: 特斯拉公告, 甬兴证券研究所

一体压铸尚处于发展初期。

从落地节奏看, 继特斯拉开创一体化压铸后, 自主品牌、造车新势力以及国际品牌车企逐步入局, 蔚来、小鹏、吉利等部分车型开始使用一体压铸。

从应用领域看, 车企纷纷采取跟随战略, 一体压铸产品主要集中在前后地板、前舱等。

表8:整车厂一体压铸产品应用进展

整车厂	一体化压铸进展
蔚来	2022年8月,蔚来首款采用一体化压铸结构件车型ET5量产。
小鹏	2023年4月小鹏发布扶摇架构,采用国内目前唯一量产的前后一体式铝压铸车身;2023年5月,小鹏汽车公布其前后车身一体化压铸生产线。
理想	理想汽车发布的首款纯电车型MEGA后地板骨架采用一体化压铸技术
赛力斯	问界M9全球领先的超大型9000T压铸技术,制造一体式车身;赛力斯汽车智慧工厂所配备的全球领先的9000T压铸机,实现了市面上一体化压铸部件中最高集成度:将87件高度集成为1件。同时,该方案的铸件重53.2公斤,实现了平均壁厚3mm以及28%的显著轻量化效果,并将车身开发周期缩短为6个月,真正有效实现高效生产、轻量化、高安全性和降低成本。
吉利	极氪001FR在继承了极氪009作为国内品牌首创的大型一体化压铸铝后车身技术的基础上,还全球首创开发了中部蜻蜓结构。
长城	2023年3月发布智能新能源CTC、一体化压铸铝车身等核心技术。
长安	掌握超大型一体化结构件研制及生产调试技术,一体化车身项目正式迈入实体铸件阶段。
小米	已与国内压铸机制造商签约,采购一台超大吨位压铸机
一汽	2023年4月发布一汽铸造公司一体化压铸超级工厂建设项目EPC工程总承包招标公告。
沃尔沃	Torslanda工厂为生产下一代纯电沃尔沃车型。引入铝制车身部件的一体式压铸工艺。
大众	在位于德国卡塞尔的大众集团零部件生产基地,设立超大型铸件技术开发中心。
奔驰	VISION EQXX概念车的后地板铸件省去了非负结构处的材料,保证极佳结构强度的同时,重量降低高达20%,助力其实现超低能耗。

资料来源:汽车之家,奔驰,压铸周刊,IT之家,智通财经,盖世汽车,甬兴证券研究所

公司积极布局一体压铸,进一步打开中长期发展空间。

1) 设备:公司在子公司成都博俊布局一体化压铸,已和力劲集团签订采购协议,订购5台3500-9000T大型压铸机,以适应市场轻量化需求和发展趋势。公司2500吨、3500吨和4500吨压铸设备投放在成都工厂,9000吨压铸设备计划投放在常州工厂二期项目,相关项目正在研发阶段。

2) 客户订单:成都博俊主要客户为新能源主机厂,产品定位为高压铸铝和一体化压铸产品,已获得客户项目定点。

图21:公司采购力劲大吨位压铸机



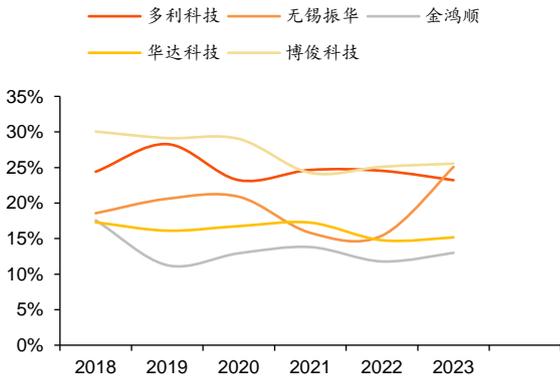
资料来源:压铸周刊,甬兴证券研究所

3. 利:从工序覆盖面、加工难度增厚利润,效率、产能利用率仍有提升空间

公司毛利率常年在24%以上,处于业内上游水平。从分部角度看,虽然公司模块化产品主要生产基地常州博俊和重庆博俊处于产品爬坡期,其

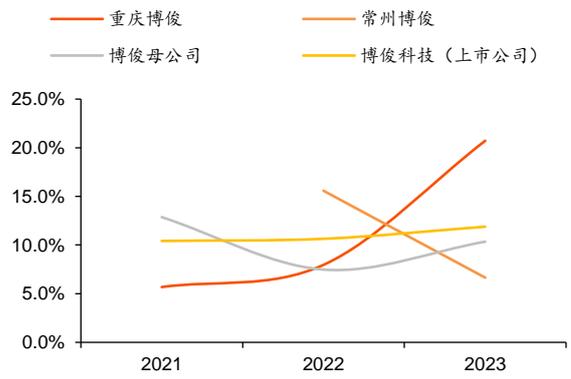
2022年、2023年净利率水平高于以冲压零部件为主的母公司。

图22:国内主要冲压厂商毛利率情况



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图23:重庆博俊、常州博俊净利率表现



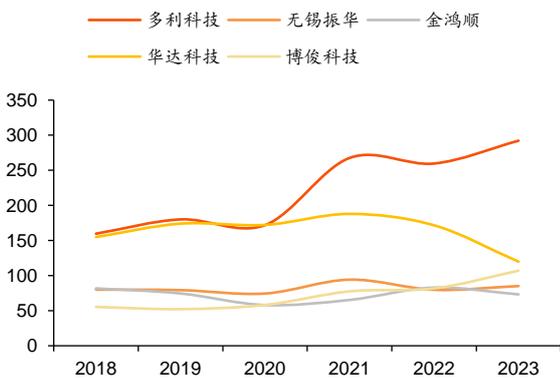
资料来源: Wind, iFind, 甬兴证券研究所

3.1. 单位产出仍有提升空间

1) 人均产值: 多利科技人均产值位居行业内前列, 2023年约292万元, 主要系公司先进的自动化生产设备和高产能利用率。博俊科技人均产出从2020年开始提升, 2023年约107万, 过往年份逐步提升至业内中位水平, 人均产值有待进一步提升。

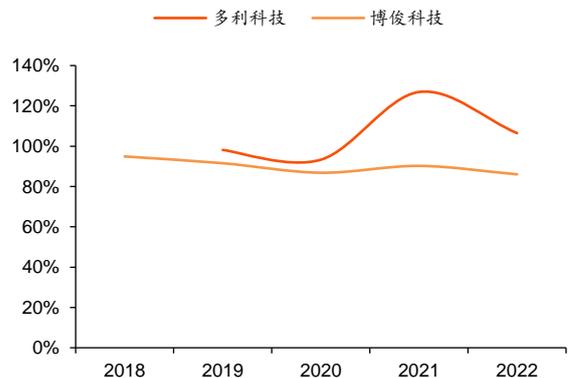
2) 固定资产周转率: 华达科技和多利科技处于业内前列, 2023年分别约3.7、3.1, 主要系冲压件营收占比高。博俊科技处于产能扩张期和产品结构优化期, 2021年开始固定资产周转率提升, 2023年提升到2.7。

图24:国内主要冲压厂商人均产出(万元)



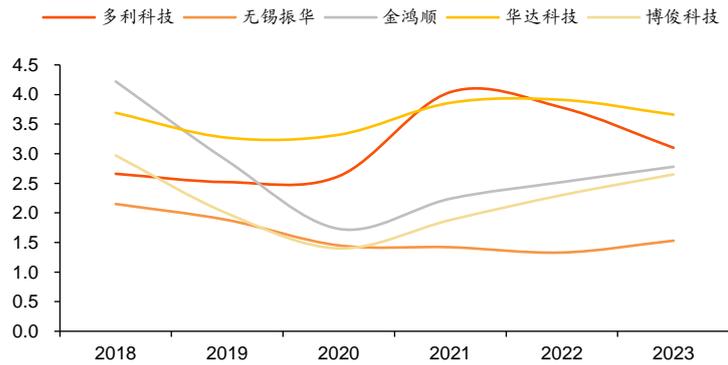
资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

图25:多利科技产能利用率处于高位



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图26:国内主要冲压厂商固定资产周转率

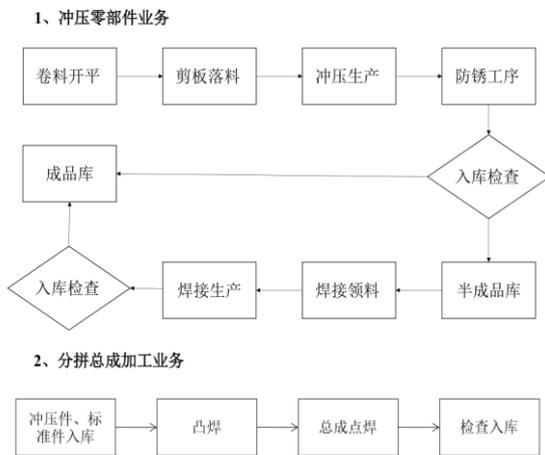


资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

3.2. 增加工序覆盖面增厚利润

冲压零部件工序流程短，通过加工总成的方式可以延长加工工序，改善毛利率表现。以无锡振华为例，分拼总成件毛利率远高于冲压零部件毛利率。而分拼总成件主要按照加工工作量计算收入，不受原材料价格波动的影响，具备较高的毛利率。

图27:冲压零部件、分拼总成件生产流程



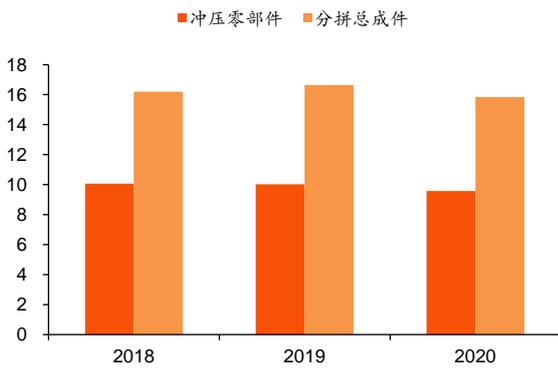
资料来源: 无锡振华招股说明书, 甬兴证券研究所

图28:冲压单品件、总成件、分拼总成件情况



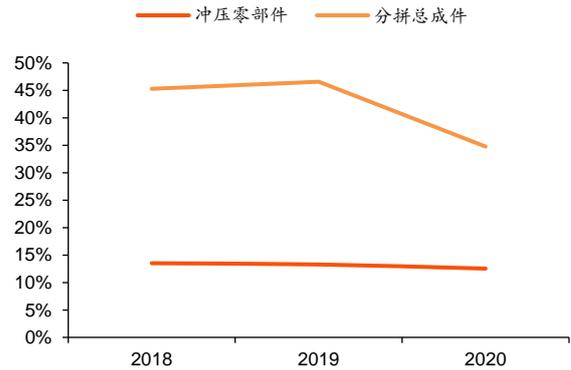
资料来源: 无锡振华招股书, 甬兴证券研究所

图29:分拼总成件单价较冲压零部件高（元/件）



资料来源：无锡振华招股书，甬兴证券研究所

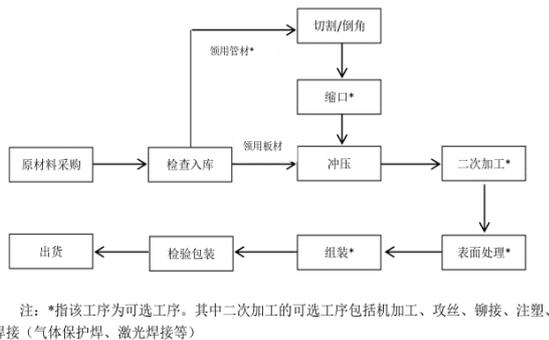
图30:分拼总成件毛利率较冲压零部件高



资料来源：无锡振华招股书，甬兴证券研究所

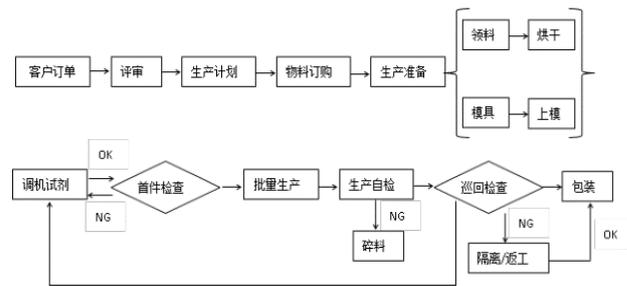
公司工序覆盖面广。公司同时掌握冲压和注塑技术，可以在一个组织框架下结合多种工艺完成冲压、焊接、机加工、注塑和装配等工艺，有利于生产线的拓展，简化客户对产品的管理流程。

图31:冲压件生产流程



资料来源：博俊科技招股书，甬兴证券研究所

图32:注塑件生产流程



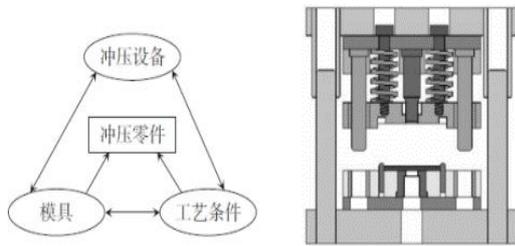
资料来源：博俊科技招股书，甬兴证券研究所

3.3. 增加工序难度增厚利润

工艺：热冲压成型是一种针对高强度材料的零件加工方式，先将坯料加热至一定温度，然后用冲压机在相应的模具内进行冲压并保压淬火，以得到所需外形并同时实现金属材料相变的一种材料成型方法。

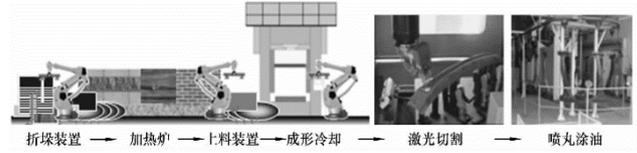
优势：热冲压技术能够生产超高强度的车身零件，提高车身结构强度及表面硬度和抗凹性的同时减轻车身重量和能耗，且克服了传统冷冲压工艺在高强板冲压成型过程中回弹与模具磨损等问题。未来热冲压技术将在汽车制造中得到更广泛的应用。

图33:冷冲压工艺及设备图



资料来源:《汽车冲压新技术与传统冲压技术对比》张军 2017, 甬兴证券研究所

图34:热冲压生产流程图



资料来源:《热冲压成形技术在白车身上的应用》刘勇等 2013, 甬兴证券研究所

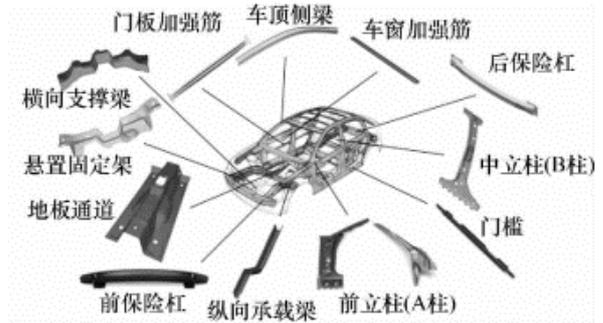
应用: 热成型冲压技术已应用于车身 A/B 柱、门梁、边梁、侧栏、保险杠及顶盖纵梁等结构件, 在提高车身被动安全性的同时实现了车身轻量化。

图35:特斯拉 Model Y 白车身结构



资料来源: 太平洋汽车, 甬兴证券研究所

图36:热冲压成形技术的应用



资料来源:《热冲压成形技术在白车身上的应用》刘勇等 2013, 甬兴证券研究所

热冲压成型技术门槛较高, 国内只有少数企业掌握。据中商产业研究院, 热冲压成型技术进入国内时间较短、技术先进、精度要求高, 国内所需的热冲压模具大部分依赖进口。相比欧美等发达国家, 国内汽车的热冲压结构件的渗透率仍然相对较低。国内一些企业也积极在该领域布局。

表9:国内冲压厂商热冲压成型技术布局

企业名称	热成型业务	生产产品
祥鑫科技	公司完成了汽车覆盖件冲压模具先进设计制造技术研究与开发、汽车覆盖件冲压成型模具制造技术等一体化技术及应用开发、智能化大型复杂模具设计、制造成套技术与装备的开发和应用研究等前沿技术研究项目，熟练掌握了高性能数控铣削加工技术、翻孔内攻牙技术、整体冲压成型技术、多工步级进冲压技术等技术。	A柱、B柱、车厢尾板、防撞结构件等
天汽模	公司从事汽车车身覆盖件模具及其配套产品的研发、设计、生产与销售等	汽车车身覆盖件模具、汽车车身冲压件、检具及装焊夹具等
永喆集团	设立子公司湖北永喆热冲压零部件有限公司，配置有全球最先进的瑞典 APT 公司的热冲压产线 3 条，德国通快 8030 激光切割机多台，德国蔡司三坐标测量仪、万能拉伸试验机、光谱分析仪等 50 台套先进的生产和检验设备。	乘用车领域左右 A/B/C 柱加强板、前/后防撞梁、车顶加强梁、车身、底盘结构件等
赛科利	公司拥有国际一流的现代化制造工厂和生产装备，业务领域涵盖大型覆盖件模具的设计制造、超高强度热成型模具设计制造及热冲压生产、白车身四门两盖冲压和焊接、铝合金焊接集成。	A柱、B柱、雪橇板、门防撞板、前保险杠、顶盖横梁、A柱下板、前纵梁等
凌云股份	成立凌云吉恩斯专业化生产热成型相关的轻量化产品，凌云吉恩斯“热成型全自动激光拼焊产线”已投产。该产线实现了常规铝硅镀层材料直接焊接的性能要求，解决了激光拼焊产线依赖进口的问题，从拆垛上料、激光拼焊到下料全序为全自动化生产。	门环、A柱、B柱、车身冲压焊接件产品、车身热成型产品等

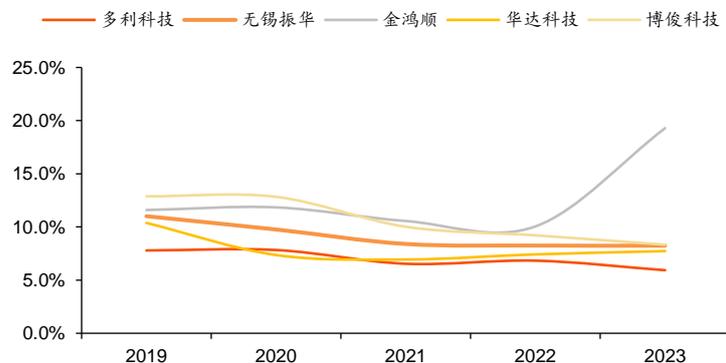
资料来源：公司公告，祥鑫科技官网，永喆集团官网，赛科利官网，盖世汽车，证券之星，甬兴证券研究所

公司掌握热成型冲压等生产工艺。公司能够熟练运用热成型冲压工艺生产车身模块化产品中的汽车冲焊零部件和超高强度钢板热成型零部件，其中汽车冲焊零部件是指将经冲压或热成型后的零部件进一步焊接加工后的汽车零部件，超高强度钢板热成型零部件是指将高强度钢板加热然后送入内部带有冷却系统的模具内冲压成形的汽车零部件。

公司热冲压产品规格明显大于框架类、传动类等一般冲压业务产品，产品工艺相较于一般车身模块化产品工艺相对复杂，相关产品的单价和盈利能力均较高。

3.4. 期间费用率处于下行通道

公司期间费用率处于下行通道，2023 年约 8.3%，处于业内中位水平。未来随着营收规模提升，期间费用率有望持续下降。

图37:国内主要冲压件厂商期间费用情况


资料来源：iFind，甬兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

关键假设：

1) **冲压**：2023-2025 年公司在手订单约 71 亿元；受益于订单规模较大和产能的陆续释放，我们预计 2024-2026 年营收同比增速分别为+55%、+35%、+30%；公司通过增加工序覆盖面和加工难度增厚利润，预计毛利率分别为 21%、22%、22%。

2) **注塑**：2023 年下半年，公司积极拓展天窗客户业务，并取得新项目，考虑产能释放需要一定周期，预计 2024 年起公司注塑业务收入有望修复，2024-2026 年营收同比增速维持 2%，毛利率维持 30%。

3) **商品模**：商品模业务为对外销售的定制化模具产品，营收占比较低，2023 年营收占比 0.14%，预计 2024-2026 年营收同比增速维持 10%，毛利率维持 60%。

4) **其他业务**：公司其他业务收入主要为边角料销售，来源于钢材冲压环节产生，预计将随冲压业务增长而保持稳定增长，预计 2024-2026 年营收同比增速维持 30%，毛利率维持 80%。

由此，我们预计公司 2024-2026 年营收同比增速分别为+52%、+34%、+30%，毛利率分别为 25%、26%、26%。

表10:公司盈利预测 (百万元, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计										
营业收入	439	476	522	549	806	1,391	2,600	3,940	5,282	6,845
yoy		8%	10%	5%	47%	73%	87%	52%	34%	30%
营业成本	306	333	370	390	610	1,042	1,936	2,944	3,931	5,065
毛利率	30%	30%	29%	29%	24%	25%	26%	25%	26%	26%
冲压										
营业收入	389	412	387	417	622	1,146	2,319	3,594	4,852	6,308
yoy		6%	-6%	8%	49%	84%	102%	55%	35%	30%
营业成本	275	301	301	323	522	923	1,843	2,839	3,809	4,920
毛利率	29%	27%	22%	23%	16%	19%	20%	21%	22%	22%
注塑										
营业收入	0	17	100	97	107	102	69	70	71	73
yoy		4180%	482%	-3%	11%	-5%	-32%	2%	2%	2%
营业成本	0	11	59	61	77	67	49	49	50	51
毛利率	34%	35%	41%	37%	29%	34%	29%	30%	30%	30%
商品模										
营业收入	39	29	13	6	10	2	4	4	4	5
yoy		-25%	-56%	-55%	79%	-83%	96%	10%	10%	10%
营业成本	30	21	9	3	5	1	1	2	2	2
毛利率	22%	29%	27%	43%	48%	24%	60%	60%	60%	60%
其他业务										
营业收入	12	18	23	29	65	142	210	272	354	460
yoy		57%	26%	29%	123%	116%	48%	30%	30%	30%
营业成本	--	--	1	2	7	51	43	54	71	92
毛利率	--	--	97%	92%	90%	64%	80%	80%	80%	80%

资料来源：iFind，甬兴证券研究所

公司主营汽车精密零部件及精密模具，由此选取多利科技、文灿股份、无锡振华、嵘泰股份等作为可比公司。公司客户结构优化及产品技术升级，量利双升，具备较高成长性，2024-2026 年归母净利润 CAGR 约 37%，对应 2024 年 PEG 约 0.5。综上考虑，首次覆盖给予“买入”评级。

表11:可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价, 元 2024/5/30	市值, 亿元	2023	归母净利润, 亿元			PE			
					2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
001311.SZ	多利科技(*)	37.2	68.4	5.0	6.2	7.5	8.7	13.8	11.1	9.1	7.8
603348.SH	文灿股份(*)	30.3	80.0	0.5	3.9	5.7	7.1	158.7	20.5	14.0	11.2
605319.SH	无锡振华(*)	19.4	48.5	2.8	3.7	4.5	5.4	17.5	13.2	10.7	9.0
605133.SH	嵘泰股份(*)	21.1	39.2	1.5	2.4	3.3	4.2	26.9	16.3	12.1	9.2
	平均							54.2	15.3	11.5	9.3
300926.SZ	博俊科技	20.1	81.1	3.1	4.9	6.7	9.2	26.5	16.5	12.0	8.8

资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

注: (*) 归母净利润值均采用iFind一致预期

5. 风险提示

宏观经济不及预期: 若宏观经济不及预期, 可能对汽车消费产生不利影响, 从而影响公司产品需求;

客户需求不及预期: 汽车行业正处于变革期, 整车厂竞争加剧, 公司配套车型存在销量不及预期的风险。

行业竞争加剧: 冲压行业参与者众多, 若公司不能保持技术、成本和质量等方面的领先, 将对公司业绩产生不利影响。

原材料价格波动: 公司成本结构中原材料占比高, 若上游原材料价格出现波动, 可能对公司盈利能力产生不利影响。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,768	3,015	4,279	5,568	7,279	经营活动现金流	-89	193	528	465	815
货币资金	226	508	730	787	1,017	净利润	148	309	490	674	916
应收及预付	795	1,223	1,838	2,507	3,314	折旧摊销	61	99	193	242	296
存货	619	907	1,340	1,791	2,332	营运资金变动	-372	-350	-290	-622	-604
其他流动资产	128	376	369	483	616	其它	74	136	135	170	207
非流动资产	1,316	1,932	2,229	2,556	2,900	投资活动现金流	-327	-530	-487	-567	-637
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-327	-530	-488	-567	-637
固定资产	764	1,199	1,536	1,861	2,183	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	229	395	327	304	303	其他	0	0	0	0	0
无形资产	80	111	138	165	192	筹资活动现金流	416	424	181	159	52
其他长期资产	243	226	227	226	223	银行借款	602	776	200	200	100
资产总计	3,084	4,946	6,507	8,124	10,179	股权融资	198	0	0	0	0
流动负债	1,731	2,623	3,580	4,421	5,507	其他	-384	-352	-19	-41	-48
短期借款	484	458	558	658	708	现金净增加额	1	89	222	57	230
应付及预收	997	1,666	2,372	2,949	3,799	期初现金余额	135	136	225	447	503
其他流动负债	250	499	650	814	1,000	期末现金余额	136	225	447	503	733
非流动负债	78	584	698	800	852						
长期借款	40	178	278	378	428						
应付债券	0	330	330	330	330						
其他非流动负债	38	75	89	91	93						
负债合计	1,809	3,207	4,278	5,220	6,359						
股本	155	279	404	404	404						
资本公积	518	394	269	269	269						
留存收益	602	895	1,385	2,060	2,976						
归属母公司股东权益	1,275	1,739	2,230	2,904	3,820						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	3,084	4,946	6,507	8,124	10,179						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	72.7%	87.0%	51.5%	34.0%	29.6%
营业利润增长	93.0%	121.4%	56.0%	37.6%	36.0%
归母净利润增长	75.9%	108.2%	58.9%	37.5%	35.9%
获利能力					
毛利率	25.1%	25.5%	25.3%	25.6%	26.0%
净利率	10.7%	11.9%	12.4%	12.8%	13.4%
ROE	11.6%	17.7%	22.0%	23.2%	24.0%
ROIC	8.6%	11.8%	14.7%	16.2%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	64.8%	65.7%	64.3%	62.5%
净负债比率	26.6%	31.9%	24.6%	23.9%	14.8%
流动比率	1.02	1.15	1.20	1.26	1.32
速动比率	0.59	0.77	0.78	0.82	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.65	0.69	0.72	0.75
应收账款周转率	2.66	3.12	3.17	3.01	2.92
存货周转率	2.31	2.54	2.62	2.51	2.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.57	1.11	1.21	1.67	2.27
每股经营现金流	-0.57	0.69	1.31	1.15	2.02
每股净资产	8.23	6.24	5.51	7.18	9.45
估值比率					
P/E	36.54	26.42	16.53	12.02	8.85
P/B	2.53	4.70	3.64	2.79	2.12
EV/EBITDA	14.70	17.41	10.71	8.11	6.05

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会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

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，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
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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

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。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“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投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。