

瑞鹄模具 (002997)

证券研究报告

2024年07月01日

汽车模具龙头发力轻量化，迎来第二成长曲线

国内汽车模具龙头企业，积极布局轻量化领域

公司专注于汽车冲压模具与检具、焊装自动化生产线产品与智能机器人领域，客户覆盖大众、本田、福特、通用等知名汽车厂商以及国内长城、吉利、奇瑞、广汽、红旗等自主品牌。公司 2022 年在新能源汽车轻量化领域积极布局，主要产品包括高强度板及铝合金冲焊零部件、铝合金精密铸造零部件等。至此，公司业务涉及汽车白车身制造工艺规划设计，车身冲压模具及焊装自动化产线和智能物流等制造装备的开发、设计及制造，车身轻量化零部件配套供应等，为国内少数能够同时为客户提供完整的汽车白车身高端制造装备、智能制造技术及整体解决方案、轻量化零部件供应的一站式供应商。

车型迭代加快推动覆盖件冲压模具市场空间增长

汽车冲压模具的设计和制造时间约占汽车开发周期的 2/3，是汽车换型的主要投入之一。由于汽车市场需求的不断发化，汽车生产厂商为吸引客户，不断进行升级换代，市场新车型投放频率越来越快，开发周期越来越短，全新车型开发周期已由原来的 4 年左右时间缩短到 1-3 年，改款车型由原来的 6-24 个月时间缩短至 4-15 个月。随着汽车销量的不断增长，特别是新能源汽车近年的高速增长，汽车改款及换代频率的加快，加速了汽车冲压模具的迭代，汽车冲压模具行业呈现持续发展态势。公司作为覆盖件模具龙头，订单充沛驱动业绩增长。

背靠奇瑞切入一体化压铸，打开成长空间

国内汽车新能源化进程提速，据乘联会数据，2017 年 2 月至 2024 年 4 月，中国新能源汽车的当月市场渗透率从 1.14% 大幅增长至 43.91%，渗透率持续创新高。但“里程焦虑”仍限制消费者购买新能源汽车，为增加续航，新能源车轻量化势在必行。公司 2021 年与奇瑞合资成立瑞鹄轻量化公司；2023 年，汽车轻量化零部件工厂项目一期全部竣工并量产、项目二期开工建设，铝合金精密成形铸造动总零部件实现全线投产、稳产，铝合金一体化压铸车身结构件启动量产，实现从 0 到 1 突破。

投资建议：考虑到公司在手订单充沛，轻量化业务快速落地，为公司业务发展带来新的增长空间，预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.49/4.34/5.68 亿元，当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 19.6/15.8/12.1 倍，给予公司 2024 年 20 — 25 倍 PE 估值，对应目标价 33.4 — 41.75 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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,167.79	1,877.03	2,704.04	3,712.06	4,722.07
增长率(%)	11.78	60.73	44.06	37.28	27.21
EBITDA(百万元)	269.62	413.24	537.94	633.04	793.35
归属母公司净利润(百万元)	140.05	202.26	349.03	434.37	567.88
增长率(%)	21.54	44.42	72.57	24.45	30.74
EPS(元/股)	0.67	0.97	1.67	2.08	2.71
市盈率(P/E)	48.86	33.83	19.60	15.75	12.05
市净率(P/B)	5.15	4.02	3.50	3.02	2.58
市销率(P/S)	5.86	3.65	2.53	1.84	1.45
EV/EBITDA	14.24	14.68	11.98	9.75	8.05

资料来源：wind，天风证券研究所

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 32.69 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 209.32

流通 A 股股本(百万股) 209.32

A 股总市值(百万元) 6,842.71

流通 A 股市值(百万元) 6,842.71

每股净资产(元) 9.30

资产负债率(%) 59.85

一年内最高/最低(元) 49.88/17.36

作者

邵将 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110005
shaojiang@tfzq.com

郭雨蒙 联系人
guoyumeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 汽车覆盖件模具龙头，零部件开启第二成长曲线.....	5
1.1. 汽车覆盖件模具龙头企业，积极布局轻量化.....	5
1.2. 装备业务稳步增长，轻量化贡献增量.....	8
2. 覆盖件模具龙头，订单充沛驱动业绩增长.....	10
2.1. 车型迭代加快推动覆盖件冲压模具市场空间增长.....	10
2.1.1. 汽车覆盖件冲压模具市场空间广阔.....	10
2.1.2. 行业竞争格局稳定.....	10
2.1.3. 行业技术壁垒、客户资源壁垒高.....	11
2.2. 客户资源优质，进军全球化.....	12
2.3. 装备业绩可预见性较强，订单充沛驱动业绩增长.....	14
3. 依托奇瑞+华为开启零部件成长曲线，业绩释放在即.....	15
3.1. 安徽汽车集群崛起，奇瑞迈入高增长阶段.....	16
3.2. 围绕大客户发力零部件，有望打造区域龙头.....	18
3.2.1. 布局一体化压铸，打开第二成长曲线.....	18
3.2.2. 汽车冲压件种类繁多，市场空间较大.....	22
4. 盈利预测与投资建议.....	24
4.1. 盈利预测假设与业务拆分.....	24
4.2. 估值分析.....	24
4.3. 投资建议.....	25
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构（截止 2024 年 3 月 31 日）.....	6
图 3：覆盖件模具.....	6
图 4：匹配检具.....	6
图 5：焊装自动化生产线整线实物图.....	6
图 6：焊装自动化生产线硬件部分.....	6
图 7：车身结构轻量化压铸件.....	7
图 8：公司产品横跨多个领域.....	7
图 9：公司各项业务营收占比（亿元）.....	7
图 10：公司客户逐步从传统品牌切入新能源品牌.....	8
图 11：营业收入及增速.....	8
图 12：归母净利润及增速.....	8
图 13：2016-2024Q1 毛利率与净利率（%）.....	8

图 14: 模检具、自动化生产线和汽车零部件业务毛利率 (%)	8
图 15: 2016-2024Q1 三费费用率 (%)	9
图 16: 2016-2023 研发费用 (亿元) 及同比增速	9
图 17: 公司国内和海外营收 (亿元) 及占比	9
图 18: 23 年国外业务毛利率达 33.37%	9
图 19: 中国汽车模具和冲压模具市场规模 (亿元)	10
图 20: 整车侧围覆盖件冲压模具 (单边)	11
图 21: 汽车冲压模具	12
图 22: 公司装备制造业务收入 (亿元)	13
图 23: 公司冲压模检具板块主要客户	13
图 24: 公司业务辐射全球	13
图 25: 奇瑞汽车 2017-2020 年为公司第一大客户	14
图 26: 公司前五大客户收入占比合计	14
图 27: 公司 2020-2023 年汽车制造装备业务在手订单及同比增长	14
图 28: 公司 2017-2021 年汽车制造装备业务在手订单及同比增长	15
图 29: 安徽省 GDP (亿元) 及同比增速	16
图 30: 安徽汽车产量 (万辆)	16
图 31: 安徽省 GDP 占全国比重	16
图 32: 安徽汽车产量占全国比重	16
图 33: 奇瑞集团汽车销量数据 (万辆)	16
图 34: 智界 S7	17
图 35: 汽车减重对能耗的影响	18
图 36: 实现汽车轻量化的三种途径	19
图 37: 2021-2030E 单车用铝量变化趋势 (kg/车)	20
图 38: 轻量化布局	20
图 39: 成立合资公司	20
图 40: 车身冲压及焊接零部件	22
图 41: 中国汽车年产量	22
图 42: 我国汽车冲压件市场规模及增速	22
图 43: 主要冲压上市企业营业收入 (亿元)	23
图 44: 主要冲压上市企业净利润 (亿元)	23
表 1: 汽车覆盖件冲压模具行业主要企业梳理	10
表 2: 公司汽车制造装备业务产能建设项目	15
表 3: 奇瑞汽车 3 月出口目的地	17
表 4: 《节能与新能源技术路线图 2.0》部分要求	18
表 5: 轻量化赛道主要公司的客户和设备对比	21
表 6: 公司轻量化业务进展	21

表 7：上市企业冲压件相关业务对比.....	23
表 8：营业收入及毛利率拆分	24
表 9：可比公司 PE 数据对比.....	25

1. 汽车覆盖件模具龙头，零部件开启第二成长曲线

1.1. 汽车覆盖件模具龙头企业，积极布局轻量化

汽车覆盖件模具龙头企业，积极布局轻量化领域。2002年3月，虽然当时国内汽车装备制造能力处于空白、初期阶段，是产业发展洼地，但各股东方看好国内汽车产业发展，因此奇瑞科技（持股45%，2007年增资至75%，另外25%由自然人Lei Gu代为持有，实际奇瑞科技持股100%）、台湾福臻和陈志华出资设立安徽福臻，为公司前身。公司专注于汽车冲压模具、检具及焊装自动化生产线产品，2020年于深交所挂牌上市，2022年成立瑞鹄汽车轻量化技术有限公司。公司把握新能源汽车的快速发展趋势，在新能源汽车领域积极布局，2022年初开始介入汽车轻量化零部件业务。公司铝合金精密成形铸造动总零部件于2023Q2全面量产，一体化压铸车身结构件产品于2023Q4启动量产。随着轻量化新产品放量，有望进一步打开公司成长空间。

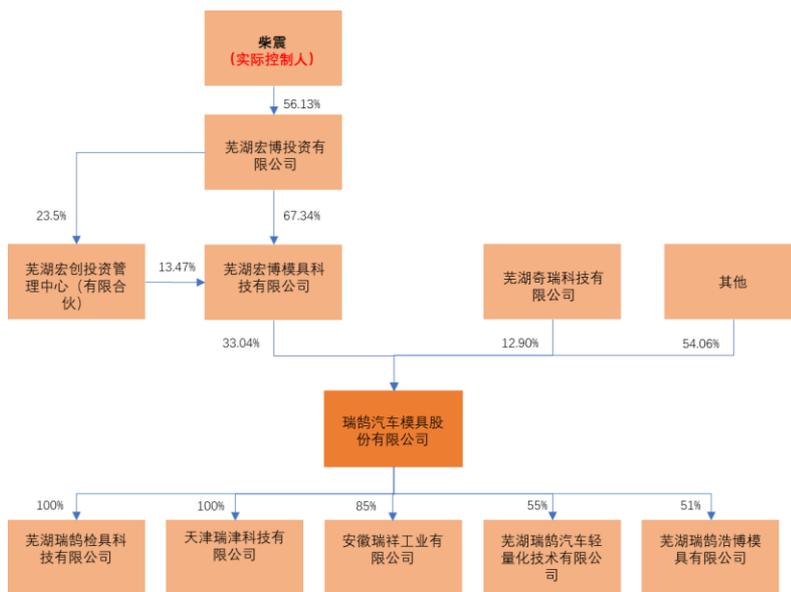
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，瑞祥工业官网，天风证券研究所

柴震先生间接持有公司 13.08%的股份，为公司实控人。从公司股权结构来看，宏博科技持有公司 33.04%的股份，为公司控股股东，公司董事长柴震先生通过宏博投资、宏创投资、宏博科技，实现对瑞鹄模具的控制，为公司的实际控制人。柴震先生曾于 1997 年 3 月至 2005 年 9 月任奇瑞汽车工程师、车间主任、轿车一厂厂长等，2005 年 9 月至 2006 年 12 月，任安徽福臻常务副总经理；奇瑞汽车旗下零部件产业投资平台芜湖奇瑞科技有限公司持股公司 12.90%，其投资并持股新能源汽车产业链上数十家汽车零部件企业，具有深厚的产业投资背景。

图 2：公司股权结构（截止 2024 年 3 月 31 日）

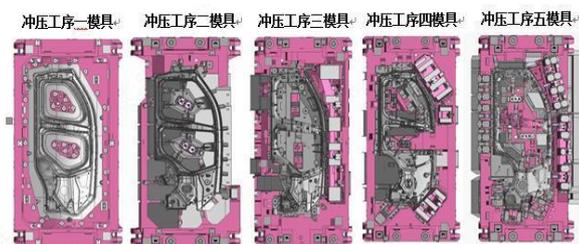


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司主要产品为模具、焊接产线及轻量化零部件：

1) 冲压模具及检具：主要为覆盖件模具（侧围、翼子板、门、盖等）、高强板（结构件）模具及检具；

图 3：覆盖件模具



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：匹配检具



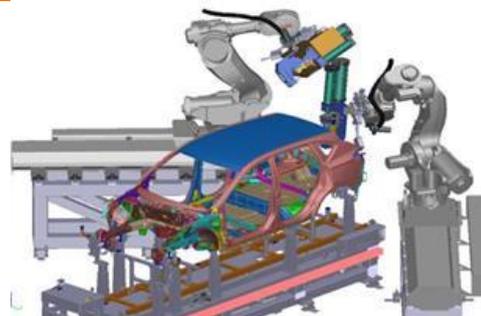
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) 焊装自动化生产线和智能机器人（移动机器人、机器人系统集成等）及周边设备：主要由硬件部分（自动输送系统、机器人焊接系统、视觉识别检测系统等）、软件控制部分（MES 生产管理系统、PLC 电气控制系统等）组成，将焊装工艺、智能装备、控制系统、管理体系进行有机组合、高度融合，实现汽车车身生产制造自动化、柔性化、定制化及设备管理智能、协同、软硬件有机关联等功能需求。

图 5：焊装自动化生产线整线实物图



图 6：焊装自动化生产线硬件部分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3) 轻量化零部件（铝合金精密压铸、一体式压铸件等）。

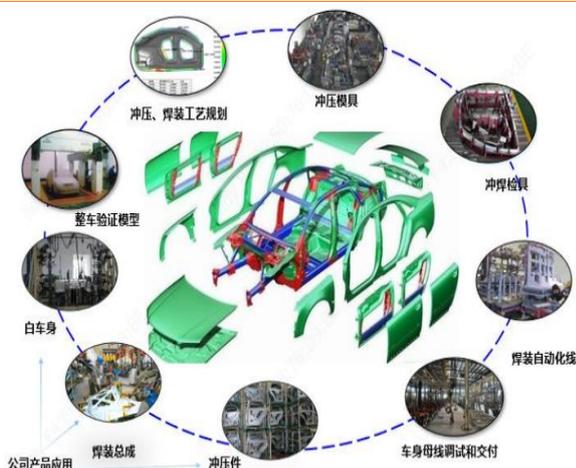
图 7：车身结构轻量化压铸件



资料来源：瑞鹄模具官网，天风证券研究所

2023 年，公司模检具、自动化产线/汽车零部件/其他业务营收占比分别为 82.69%/15.29%/2.02%。

图 8：公司产品横跨多个领域



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司各项业务营收占比（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司客户覆盖主流品牌和新能源品牌。据公司年报，公司 23 年正在承接、供应或交付的客户包括北美某全球知名新能源品牌、奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、林肯等豪华品牌，大众、福特、本田、马自达、STELLANTIS(斯特兰蒂斯)、雷诺、通用、现代等全球主流品牌，以及印度 FORCE、越南 VINFAST、土耳其 Tofas、印度 TATA 等境外属地品牌；中国自主整车品牌包括蔚来、理想、小鹏、小米汽车、上汽集团、一汽集团、东风集团、广汽集团、江铃集团、比亚迪、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、东南汽车、江淮汽车等中国自主品牌。23 年汽车制造装备业务新增客户包括劳斯莱斯、沃尔沃欧洲、华晨宝马、印度塔塔、土耳其 Tofas、江淮汽车等。公司客户资源优质，汽车轻量化零部件业务尚处于起步期，主要客户包括奇瑞汽车等。

图 10：公司客户逐步从传统品牌切入新能源品牌



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 装备业务稳步增长，轻量化贡献增量

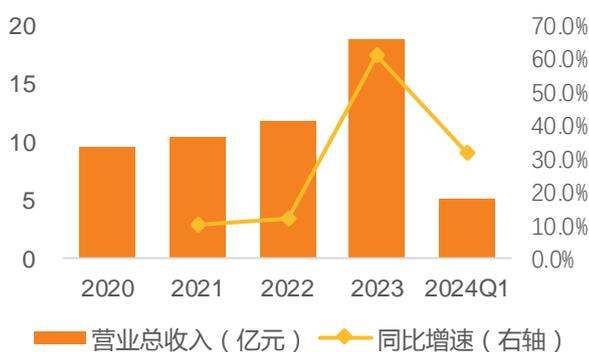
公司收入持续高增，23 年公司实现营收 18.77 亿元，同比+60.73%；归母净利润 2.02 亿元，同比+44.42%，主要受益于：

1) 装备业务放量：产品技术研发持续深入，钢铝混合轻量化车身制造连接技术成功应用于高端新能源车型产线；自动化产线 IPO 募投项目二阶段（扩建）已于 2023 年完成建设并投产，工厂制造能力升级迭代、产能持续扩充；国际市场持续突破，与国际主流豪华品牌建立业务合作，陆续开发多个一带一路国家属地化汽车品牌客户；国内市场订单进一步向头部品牌和高潜质品牌客户聚焦。

2) 轻量化零部件 0-1：2022 年初公司开始介入汽车轻量化零部件业务，陆续取得多个客户数款车型的定点，部分产品已批产供应；汽车轻量化零部件工厂项目一期全部竣工并量产、项目二期开工建设中，铝合金精密成形铸造动总零部件实现全线投产、稳产，铝合金一体化压铸车身结构件启动量产，实现从 0 到 1 突破。

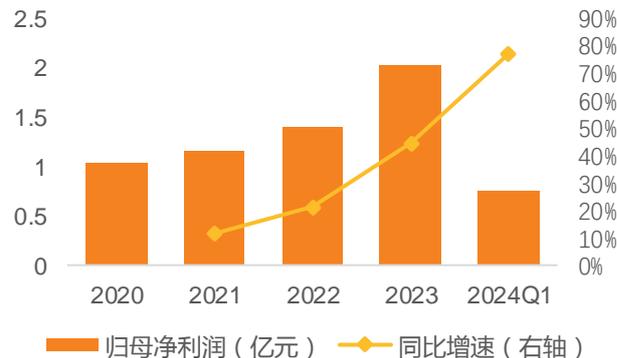
2024Q1 公司实现营业收入 5.06 亿元，同比增长 32%；归属于上市公司股东的净利润 0.76 亿元，同比增长 76.8%。随着公司零部件业务逐步放量，公司业绩有望进一步高增。

图 11：营业收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 12：归母净利润及增速

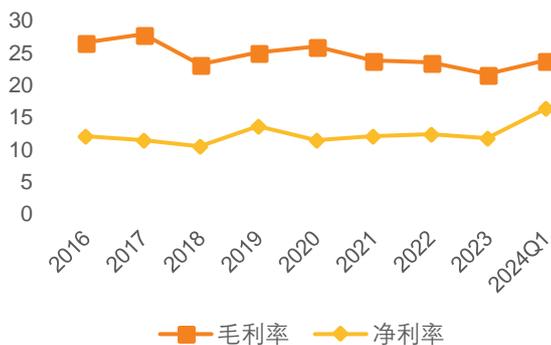


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

公司成本管控能力较强，保持高盈利能力。公司重视成本管理，2023 年公司模检具、自动化生产线业务毛利率为 22.17%，2024Q1 毛利率/净利率分别为 23.7%/16.2%，利润率保持稳定。随着产线端芯片等电子器件的价格趋稳以及零部件生产规模进一步扩大，公司有望持续保持较高盈利。

图 13：2016-2024Q1 毛利率与净利率 (%)

图 14：模检具、自动化生产线和汽车零部件业务毛利率 (%)

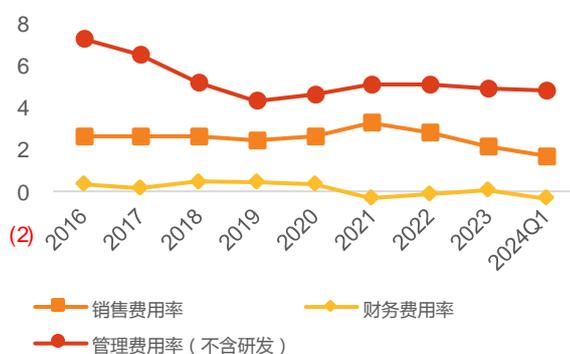


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司费用率较为稳定, 研发持续投入保持竞争力。23 年公司三费费用率 7.06%, 较为稳定。研发持续投入, 23 年研发费用达 0.97 亿元, 较上年同期增长 22.5%, 占营业收入的 5.19%。公司持续加大研发投入, 提高产品竞争力。

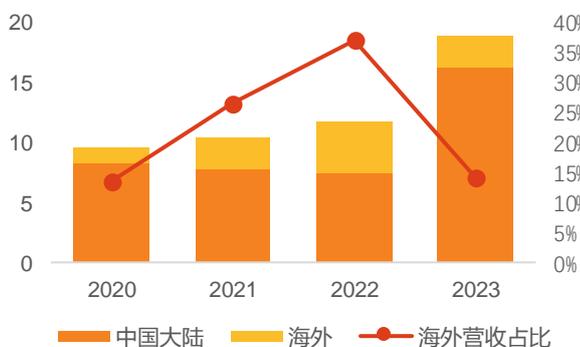
图 15: 2016-2024Q1 三费费用率 (%)


资料来源: Wind, 天风证券研究所

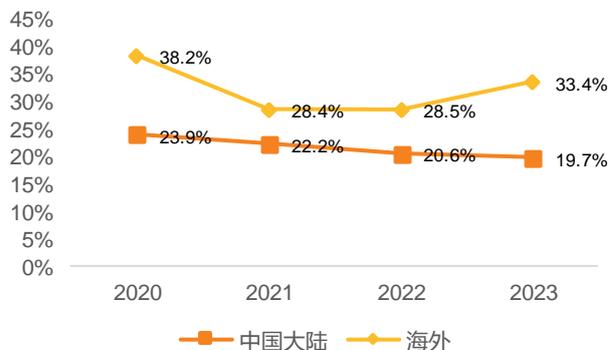
图 16: 2016-2023 研发费用 (亿元) 及同比增速


资料来源: Wind, 天风证券研究所

出口高毛利率带动公司业绩上行。2021 年和 2022 年受疫情影响, 出口业务营业成本上升较多, 导致出口业务毛利率承压, 2023 年公司出口业务毛利率恢复至 33.4%, 同比增加 4.9pct。2023 年公司海外销售额达 2.65 亿, 占营业收入比重 14.1%, 随着公司海外客户订单的逐步交付, 公司海外业务有望进一步贡献业绩。

图 17: 公司国内和海外营收 (亿元) 及占比


资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

图 18: 23 年国外业务毛利率达 33.37%


资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

2. 覆盖件模具龙头，订单充沛驱动业绩增长

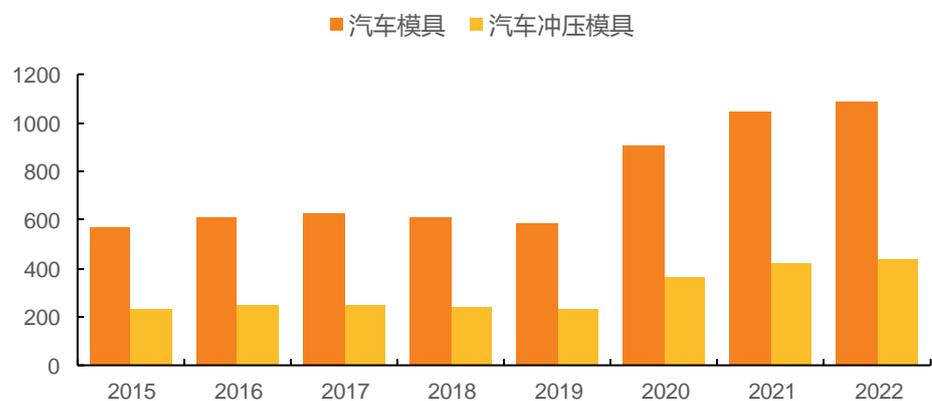
2.1. 车型迭代加快推动覆盖件冲压模具市场空间增长

2.1.1. 汽车覆盖件冲压模具市场空间广阔

汽车冲压模具的设计和制造时间约占汽车开发周期的 2/3，是汽车换型的主要投入之一。由于汽车市场需求的不断发化，汽车生产厂商为吸引客户，不断进行升级换代，市场新车型投放频率越来越快，开发周期越来越短，全新车型开发周期已由原来的 4 年左右时间缩短到 1-3 年，改款车型由原来的 6-24 个月时间缩短至 4-15 个月。随着汽车销量的不断增长，特别是新能源汽车近年的高速增长，汽车改款及换代频率的加快，加速了汽车冲压模具的迭代，汽车冲压模具行业呈现持续发展态势。根据华经产业研究院，2022 年中国汽车模具市场规模为 1,083.8 亿元左右，同比+3.17%；2022 年中国汽车冲压模具市场规模为 441.9 亿元左右，同比上升 5.16%，占汽车模具行业整体规模的 40.77%。

从市场结构来看，汽车冲压模具和注塑模具市场占比最大，2022 年冲压模具占比为 40.77%，注塑模具占比为 33.08%，二者合计市场占比达 73.85%。

图 19：中国汽车模具和冲压模具市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，公司公告，华经情报网，天风证券研究所（注：其中 2021 年数据为研究测算）

2.1.2. 行业竞争格局稳定

我国汽车模具行业竞争格局较稳定，集中度较高。该业务领域主要竞争企业包括：瑞鹄模具、一汽模、东风汽模、天汽模、成飞集成、比亚迪模具等。其中，比亚迪模具等主要是为其所属的汽车整车厂商进行内部配套服务，一般不参与市场竞争。

从全球范围来看，技术领先的模具企业主要集中在欧美、日本等工业发达国家。但在模具企业的营运上，发达国家又同时普遍面临人工成本较高和劳资关系的问题，目前，传统汽车模具强国美国、德国、日本受其成本居高不下的影响，新增投资停滞，人力资源与技术投入不足，行业逐渐萎缩。而我国的汽车模具设计、制造水平不断提升，模具价格却大约只有日本 70%，不足欧美价格的 50%。因此，近年来，国内外汽车厂商扩大了在国内采购模具的数量和种类，中国汽车模具产品的贸易顺差不断扩大。国内模具成本优势显现，未来冲压模具出口市场提升空间比较大。

表 1：汽车覆盖件冲压模具行业主要企业梳理

公司	公司主要产品	主要客户	简介	业务规模
瑞鹄模具	汽车主模型、模具、夹具、检具等工装设备的设计制作，汽车小批量	奇瑞、蔚来、广汽、福特、大众、雷诺、通用、越南 VINFAST 等	致力于汽车车身制造的高端装备——冲压模具、焊装自动化生产线的开发、	2023 年模检具、自动化生产线营收 15.5 亿元

	白车身与焊接总成件的生产制造，以及工装安装调试等服务环节		设计、制造和销售——的高新技术企业	
兴达模具	汽车覆盖件产品、模具设计制造、冲压件生产	福特公司、奔驰公司、法国雷诺公司、日本荻原公司、一汽汽车、一汽大众、一汽奥迪、东风汽车、上海汽车、长安汽车、北汽集团等	公司是国家级专精特新重点“小巨人”企业，国家高新技术企业，中国模具协会常务理事单位，河北省院士合作重点单位	年产值 8.6 亿元，铸造年产值 1.6 亿元
成飞集成	中高档轿车的侧围、顶盖、车门、翼子板等外覆盖件模具、航空数控零件制造和汽车零部件冲压	主要客户有通用、福特、雷诺、路虎、沃尔沃、奥迪等	成飞集成是中国汽车覆盖件模具重点骨干企业，国家高新技术企业，省级技术中心，在行业中拥有技术领先的优势	2023 年工装模具及零部件业务营收 19.6 亿元
天汽模	汽车车身覆盖件模具、汽车车身冲压件、检具及装焊夹具	通用、奔驰、宝马、奥迪、蔚来、特斯拉、一汽大众、上汽大众等	全球生产规模最大的汽车覆盖件模具企业	2023 年模具检具业务营收 14.4 亿元
一汽模具	整车冲压模具、焊装线集成、冲压件生产、焊接件生产等	一汽集团、上汽、东风、比亚迪、长城、奔驰、宝马、大众等	目前中国车身模具和焊接夹具行业中，技术最先进、最具核心竞争力的龙头企业	2023 年营业总收入达 42.7 亿元

资料来源：各公司年报、各公司官网、中国模具工业协会公众号、华经情报网等，天风证券研究所

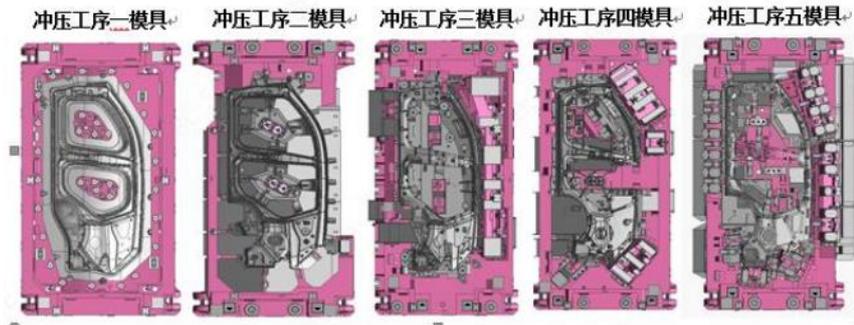
2.1.3. 行业技术壁垒、客户资源壁垒高

汽车冲压模具为单件定制产品，结构复杂，精度要求高，个性化需求明显，产品的上述特征要求生产企业具备较强的产品开发能力、技术创新水平以及覆盖整个生产周期的质量保证能力。**汽车覆盖件冲压模具技术壁垒高，新进入企业很难在短时间具备适应行业发展要求的技术水平。**

汽车覆盖件冲压模具厂商与汽车厂商间粘性大，客户壁垒高。汽车制造专用设备行业产品均为非标定制产品，一旦确立无法更换、替代，具有较高的品牌壁垒。对于汽车模具、检具产品而言，其为非标产品，各汽车厂商对模具、检具技术特性和品质具有自己的技术标准体系而各不相同，汽车厂商一旦选定供应商，一般均具有长期合作的特征。此外，模具能否按期保质交付，对新车型开发进程有至关重要的影响，汽车厂商选择模具供应商时多持谨慎态度，一般会选择业内有品牌影响力的企业。

汽车覆盖件冲压模具尺寸较大，结构复杂，精度要求高，开发周期相对较长，技术含量高。该产品与冲压自动化或高速线配合，用于制造汽车覆盖件（侧围、翼子板、门、盖等）的生产。该类型模具制件特征复杂，板件的高尺寸精度及外观质量要求对前期回弹模拟分析及熟练的钳工水平提出了非常高的要求。根据制件材质不同，产品分为钢板件覆盖件模具和铝板件覆盖件模具，其中铝板件模具的后续发展迎合了汽车轻量化的发展需求，铝板件亦逐渐应用到汽车白车身的制造中。由于铝板成形差，回弹难以控制，相似零件的回弹是钢板的数倍，使得铝板件覆盖件模具制造难度远高于钢板件覆盖件模具。对冲压工艺分析、模具设计水平、模具装配精度及钳工调试水平提出了更高的要求。

图 20：整车侧围覆盖件冲压模具（单边）



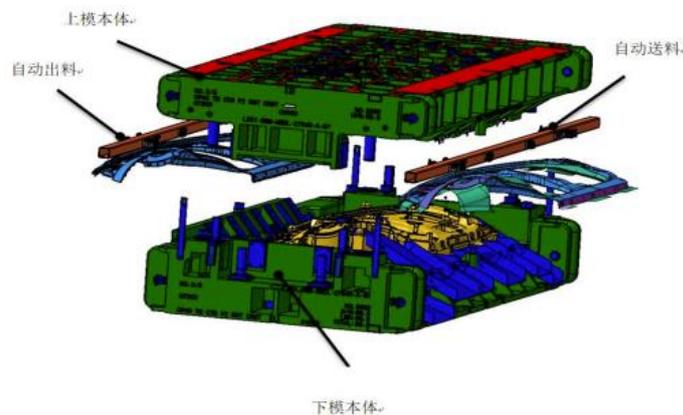
资料来源：公司可转债说明书，天风证券研究所

2.2. 客户资源优质，进军全球化

公司在汽车制造装备领域拥有丰富的技术及项目积累。在汽车制造装备业务（主要产品包括冲压模具及检具、焊装自动化生产线及智能专机和 AGV 移动机器人等）领域，公司围绕汽车白车身制造领域完成了轻量化车身成形装备、轻量化车身智能制造及机器人系统集成、轻量化零部件开发制造三大领域布局，已累计为全球 100 余款车型开发出车身材料成形装备和 50 余条车身焊装自动化生产线及智能制造装备。

公司掌握系统化模具核心技术体系。在传统车身覆盖件模具方面，公司通过集成一体化、智能化的全方位汽车模具快速设计、高速高精度加工、数字化虚拟合模技术，开发出 C 级轿车覆盖件模具，表面质量 AUDIT 等级皆为 1.0 级（高档轿车表面质量最高等级要求），符合率达到 95% 以上，满足了高档轿车外覆盖件模具的验收标准，极大缩短了模具开发制造周期。在轻量化车身覆盖件模具方面，公司结合 CAE 闭环验证、精细模面设计以及虚拟合模技术，攻克了铝合金在冲压成形过程中容易产生破裂、起皱、回弹等难题，掌握了铝合金覆盖件成型技术，开发出全铝车身成形装备，并应用于捷豹 XFL、路虎揽胜极光、北美福特猛禽等高端车型。

图 21：汽车冲压模具



资料来源：公司公告，天风证券研究所

焊装自动化生产线持续增长，雄厚客户资源为收入增长提供良好基础。焊装自动化生产线是公司近年来重点发展的产品之一，由子公司瑞祥工业进行研发、生产和销售。虽然国外厂商占据我国汽车工业自动化领域的高端品牌市场，但近年来公司凭借良好的技术能力和服务优势等有利条件，逐步积累项目经验，陆续与长城汽车、吉利汽车、广汽集团、东风汽车、北京汽车、江铃汽车、奇瑞汽车、一汽股份等国内知名汽车整车制造厂商以及新能源汽车企业均形成了良好的合作关系，焊装自动化生产线产品销量总体呈上

升趋势，销售收入态势良好。

图 22：公司装备制造业务收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

装备制造业务辐射全球，仍不断拓展客户数量。公司正在承接、供应或交付的客户包括：

——境外及合资整车品牌：北美某全球知名新能源品牌、奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、林肯等豪华品牌，大众、福特、本田、马自达、STELLANTIS(斯特兰蒂斯)、雷诺、通用、现代等全球主流品牌，以及印度 FORCE、越南 VINFAST、土耳其 Tofas、印度 TATA 等境外属地品牌。

——中国自主整车品牌：蔚来、理想、小鹏、小米汽车、上汽集团、一汽集团、东风集团、广汽集团、江铃集团、比亚迪、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、东南汽车、江淮汽车等中国自主品牌。

2023 年，公司汽车制造装备业务新增客户包括劳斯莱斯、沃尔沃欧洲、华晨宝马、印度塔塔、土耳其 Tofas、江淮汽车等。

图 23：公司冲压模检具板块主要客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24：公司业务辐射全球



资料来源：公司官网，天风证券研究所

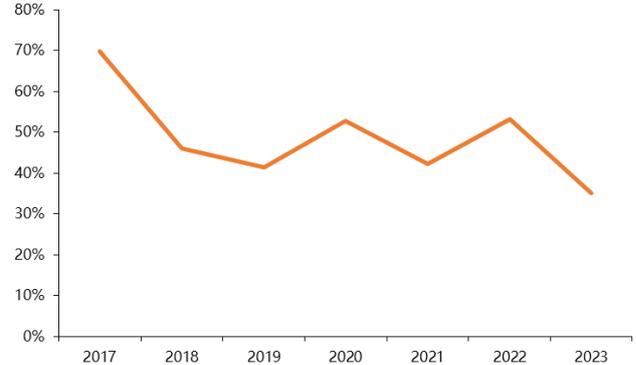
公司客户结构不断优化，奇瑞汽车是公司核心客户。核心客户奇瑞汽车 2017-2020 年均为公司第一大客户，目前奇瑞科技是公司第二大股东，持股比例为 12.90%。公司前五大客户收入占比从 2017 年的 69.89% 下降至 2023 年的 35.07%，客户集中度下降，客户结构优化。

图 25：奇瑞汽车 2017-2020 年为公司第一大客户



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 26：公司前五大客户收入占比合计



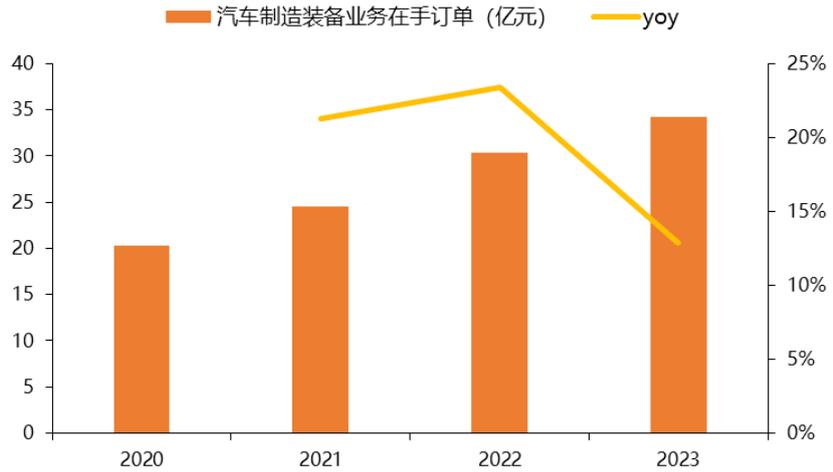
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2.3. 装备业绩可预见性较强，订单充沛驱动业绩增长

公司装备业务主要产品为非标产品，具有很强的定制化特征。公司采用“以销定产、以产订购”的经营模式，从订单承接到产品最终交付一般需要 14-24 个月周期，不存在明显的季节性特征。

公司在手订单充足且持续增多，获奇瑞新订单。2023 年公司汽车制造装备业务在手订单 34.19 亿元，同比增长 12.84%。2023 年 2 月 20 日，公司发布关于重大经营合同中标的公告，中标成为奇瑞汽车 2022 年智能网联超级二工厂冲压模具焊装车间部分项目的中标单位，合同金额为 38,000 万元。公司在手订单充足，产能利用较为饱和，未来一段时期内，公司业务收入可预期性较强。

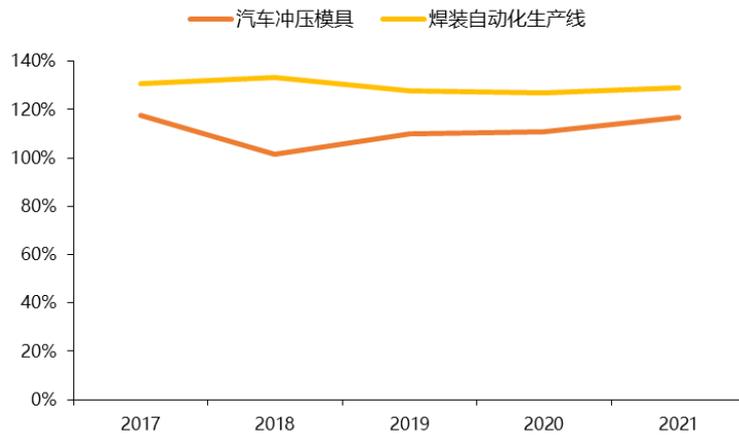
图 27：公司 2020-2023 年汽车制造装备业务在手订单及同比增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司产能利用饱和。公司冲压模具及焊装自动化生产线的产能利用率均较高，产能相对不足已成为公司扩大业务规模的重要瓶颈，对公司持续增长造成了一定阻碍。

图 28：公司 2017-2021 年汽车制造装备业务在手订单及同比增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

工厂制造能力升级迭代，产能持续扩充。覆盖件模具 IPO 募投项目于 2022 年 2 月份完成结项并投产，2022 年末已实现满产，大大提升覆盖件模具制造能力和产能规模；自动化产线 IPO 募投项目二阶段（扩建）已于 2023 年完成建设并投产，实现自动化产线和智能物流 AGV 移动机器人的制造能力和产能规模进一步提升，为后续业务提质扩量提供保障。覆盖件模具智能工厂和高强板模具新工厂同时启动建设，预计 2024 年部分建设完工并投产，将进一步提升公司模具业务产品制造能力和产能规模。

表 2：公司汽车制造装备业务产能建设项目

项目名称	投资金额 (万元)	产能	完工时间	募投方式
中高档乘用车大型精密覆盖件模具升级扩产项目	25,814	新增年产 180 套中高档乘用车大型精密覆盖件模具（乘用车侧围、翼子板、四门、三盖模具等）	2022.02	2020 年首次公开发行股票
基于机器人系统集成的车身焊装自动化生产线建设项目（一期）	18,630	新增年产 6 条基于机器人系统集成的车身焊装自动化生产线	2023.07	2020 年首次公开发行股票

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 依托奇瑞+华为开启零部件成长曲线，业绩释放在即

公司以装备业务为基础，借助奇瑞+华为切入零部件领域，拓展冲压、高压压铸、一体化压铸等领域，打开成长空间。

3.1. 安徽汽车集群崛起，奇瑞迈入高增长阶段

安徽省经济发展势头迅猛，汽车产能加速扩张。过去十年中，安徽省 GDP 由 2014 年的 22519.7 亿元提升至 2023 年的 47050.6 亿元，且全国排名由第 14 位跃升至第 11 位，发展态势良好。2023 年，安徽汽车产量 249.1 万辆，同比增长 48.1%，由 2022 年的全国第 7 位跃居第 2 位。其中，新能源汽车产量 86.8 万辆，由 2022 年的全国第 7 位上升至第 4 位，增长 60.5%。全省汽车出口 114.7 万辆、增长 80.1%，占全国比重 23.4%。2024 年一季度，延续强劲发展势头，全省汽车产量 62 万辆，占全国比重提升至 9.4%，其中新能源汽车产量 20.7 万辆，占全国的比重提升至 9.8%。表明省内汽车产业正在不断加速发展，生产能力不断提升，为汽车产业链集群发展奠定基础。

图 29：安徽省 GDP（亿元）及同比增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 30：安徽汽车产量（万辆）



资料来源：国家统计局、中国网，天风证券研究所

图 31：安徽省 GDP 占全国比重



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 32：安徽汽车产量占全国比重



资料来源：国家统计局、中国网，天风证券研究所

奇瑞扎根芜湖，迈向全球化。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。奇瑞汽车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，整体销量规模迎来强劲增长阶段。2023 年奇瑞销量从 2022 年的 123 万辆提升至 188 万辆，2024 年 1-5 月份，奇瑞累计销售汽车 90 万辆，同比+51%，带动瑞鹄模具零部件业务收入高增。

图 33：奇瑞集团汽车销量数据（万辆）



资料来源：奇瑞汽车官网，华经情报网，天风证券研究所

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。中国制造逐渐由产品输出向工业能力输出转变，在此产业趋势下，奇瑞汽车建立了包括北美、欧洲、上海等六大研发中心在内的全球研发体系。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。

表 3：奇瑞汽车 3 月出口目的地

排名	出口目的地	出口量 (万辆)	排名	出口目的地	出口量 (万辆)
1	俄罗斯	1.62	11	吉尔吉斯斯坦	0.11
2	土耳其	0.6	12	阿联酋	0.11
3	意大利	0.41	13	卡塔尔	0.09
4	墨西哥	0.33	14	埃及	0.09
5	巴西	0.3	15	科威特	0.08
6	智利	0.21	16	秘鲁	0.07
7	斯洛文尼亚	0.15	17	哈萨克斯坦	0.06
8	英国	0.14	18	西班牙	0.06
9	沙特	0.13	19	突尼斯	0.05
10	澳大利亚	0.11	20	伊朗	0.05

资料来源：易车榜视频号，天风证券研究所

奇瑞华为强强联合，智界应运而生。奇瑞与华为联合推出智界，其首款车型智界 S7 于 2024 年 4 月底二次上市。智界 S7 是首款搭载华为鸿蒙 HarmonyOS 4 车机系统的智能轿车，同时搭载了华为 ADS2.0 高阶智驾系统、华为途灵智能底盘、华为 Drive one 800V 碳化硅平台、等八项华为最新造车技术。作为奇瑞与华为合作的首款高端智慧轿车，智界 S7 在 4 月份销量已经位列 30 万+纯电轿车市场前三。在华为智能技术和奇瑞造车技术的加持下，智界有望成为奇瑞又一增长点。

图 34：智界 S7



资料来源：智界汽车官网，天风证券研究所

在奇瑞汽车出海与智能化强力加持下，公司作为核心供应商有望深度受益。

3.2. 围绕大客户发力零部件，有望打造区域龙头

3.2.1. 布局一体化压铸，打开第二成长曲线

“双碳”目标下，政策对于汽车百公里油耗提出要求。2020年10月，中国汽车工程学会牵头组织编制的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》发布，对各种类型的汽车每百公里油耗提出了要求，预计在2030年，我国新能源汽车占到总销量40%，乘用车百公里油耗达3.2L，响应“双碳”目标。根据美国铝业协会下属的铝业交通组的数据显示，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；而对于新能源电动汽车，轻量化带来的节能效果更为显著，减重10%和15%分别可以使电能消耗减少6.3%和9.5%。

表 4：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》部分要求

	2025年	2030年	2035年
乘用车（含新能源）新车油耗	4.6 L/100km	3.2 L/100km	2.0 L/100km
传统能源乘用车新车平均油耗	5.6 L/100km	4.8 L/100km	4 L/100km
混动新车占传统能源乘用车	50%	75%	100%
新能源汽车占总销量	20%	40%	50%

资料来源：中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》、汽车电子电气架构创新发展论坛公众号，天风证券研究所

图 35：汽车减重对能耗的影响

	汽油车降低油耗	柴油车降低油耗	电动汽车降低电耗
整车减重10%	3.30%	3.90%	6.30%
整车减重15%			9.50%

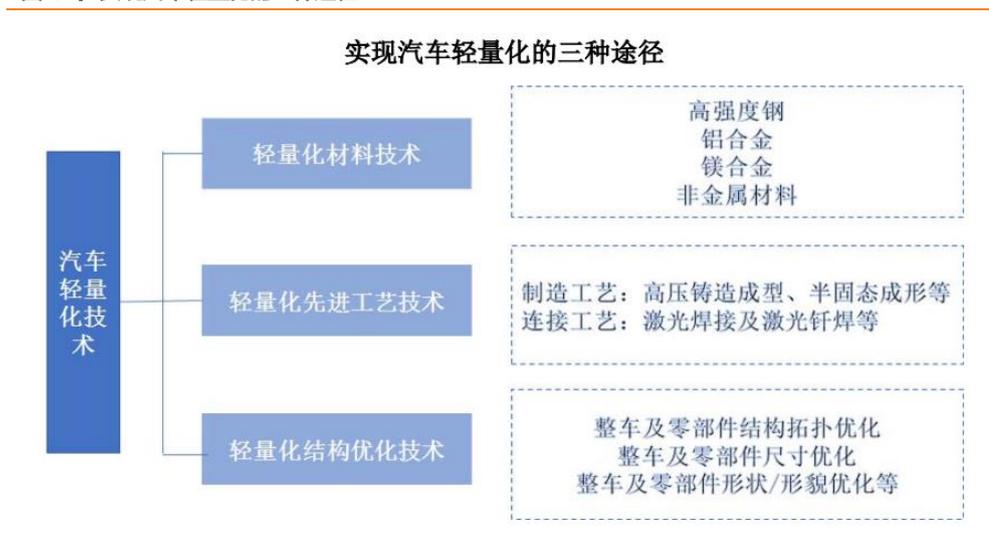
资料来源：中研网，天风证券研究所

新能源续航需求加速轻量化。国内汽车新能源化进程提速，据乘联会数据，2017年2月至2024年4月，中国新能源汽车的当月市场渗透率从1.14%大幅增长至43.91%，渗透率持续创新高。但“里程焦虑”仍限制消费者购买新能源汽车。一般来说，传统燃油车加满油可以行驶500公里以上，而大部分电动车的续航里程在300-500公里左右，仍然存在差距。解决里程焦虑包括：**1）提升电池能力密度。**《中国制造2025》明确了动力锂电池的展开规划：2020年，电池能量密度抵达300Wh/kg；2025年，电池能量密度抵达400Wh/kg；2030年，电池能量密度抵达500Wh/kg。**2）增加电池组数量并整体车身减**

重。与传统能源汽车相比，新能源汽车往往比燃油车重 10%，假如增加电池组数量并且整体车身减重，续航里程也可获得提升。

轻量化大势所趋，轻量化路径主要包括材料、工艺、结构三个方面，可从动力、车身、底盘、内外饰等多个部位减重。根据《中国汽车轻量化行业发展趋势分析与投资前景预测报告（2023-2030 年）》显示，目前来看，车企轻量化方向包括：1）在汽车底盘、动力、车身、电池盒等部件上用铝合金代替钢；2）内外饰件使用塑料代替钢；3）使用一体化压铸工艺。汽车零部件每个环节都能实现轻量化制造，国内外主流零部件公司均在致力于轻量化制造。

图 36：实现汽车轻量化的三种途径



资料来源：星源卓镁招股书，天风证券研究所

据星源卓镁招股说明书，从应用上来看，钢铁、铝合金和塑料是汽车上使用最多的三大类材料，按重量计算，2022 年三类材料占整车的比例合计约为 80%，其中钢铁占 62%，铝合金和塑料占比均为 8%至 10%，镁合金在汽车上的应用比例仅约为 0.3%。

铝合金是现阶段较好的轻量化材料之一。铝合金的性能、密度、成本和可加工性等综合优势突出：

1) **重量更轻**，钢材的密度为 7.8g/cm^3 ，而铝的密度却仅为 2.7g/cm^3 。这就意味着在同等体积下，铝的重量只有钢材的三分之一左右，甚至比大家印象中重量超轻的钛合金的 4.5g/cm^3 还要更轻；

2) **车身刚性更好**，对于增强车身刚性来说，最简单有效的办法就是堆料。比如，通过增加拉杆去制造三角形，以及使用直径更粗的车架来增加抗扭刚性。但无论采用哪种方案，都会不可避免的造成金属材料增多。但由于同等体积下，铝合金的重量仅为钢材的三分之一左右，所以使用铝合金材料的白车身就可以进行更大程度的堆料，最终在抗扭刚性方面超过钢制车身；

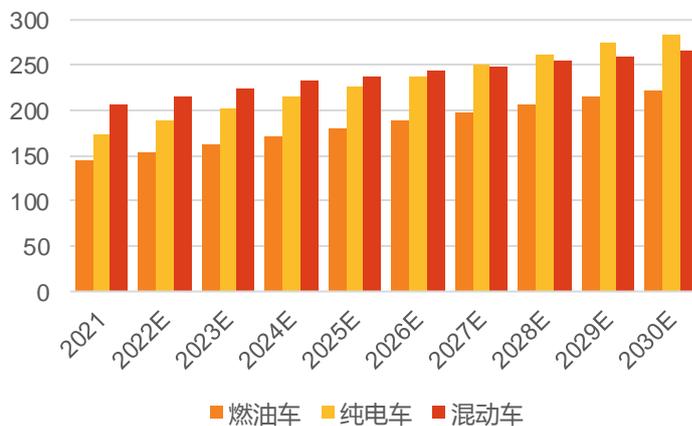
3) **吸能效果更好**，根据实验显示，铝在碰撞中所吸收的能量是同等重量钢的两倍。这就意味着，如果两台相同的车，一台在车头负责碰撞的纵梁处使用铝合金，一台使用钢的话，那在同样的碰撞速度下，使用铝合金纵梁的车型由于纵梁吸能效果更好，所以其 A 柱受到的冲击就会明显小于纵梁使用钢材的车型。

4) **耐腐蚀性更好**，铝合金可以与空气中的氧气发生反应，形成一层致密的氧化铝薄膜，进而阻止铝合金与外界继续发生反应。所以相比起钢板而言，铝合金的耐腐蚀性明显更胜一筹。

镁合金作为汽车轻量化材料有诸多优势：常用压铸金属中最轻，强度重量比高；较好的铸造性能和切削加工性能，易于进行机械加工；良好的抗震减噪性能；易于回收再生。但由于镁合金价格以及镁合金压铸件的生产成本高于铝合金压铸件，因此镁合金在汽车上的应用比例还较低。

单车铝用量依旧还有较大提升空间。目前底盘、车身、刹车系统等用铝转化比率较低，未来十年内汽车的多个主要部件用铝渗透率有望逐步提高。根据 CM GROUP 分析，2021 年燃油车与纯电动车的单车用铝量分别为 145kg 和 173kg，到 2030 年预计分别增长至 223kg 和 284kg，单车用铝量依旧还有较大提升空间。

图 37：2021-2030E 单车用铝量变化趋势 (kg/车)

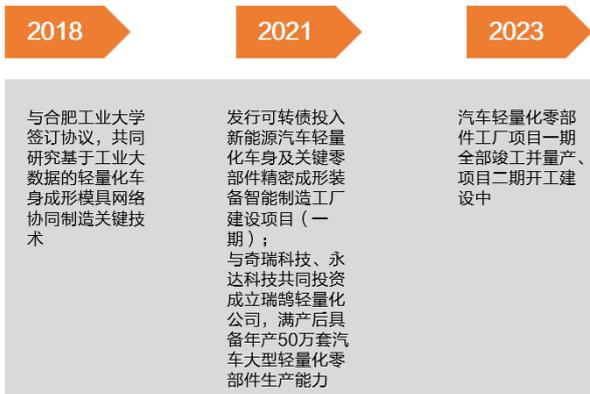


资料来源：CM GROUP 《Assessment of Aluminum Usage in China's Automobile Industry 2016-2030》，天风证券研究所

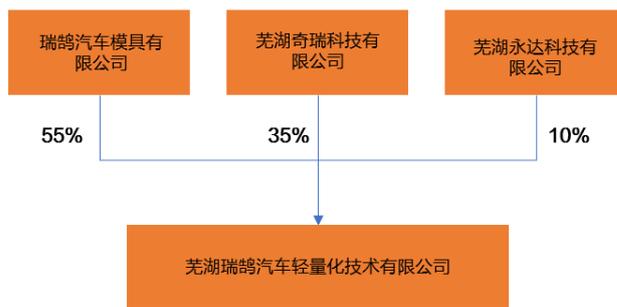
成立瑞鹄轻量化公司，加速轻量化领域布局。2018 年 9 月，瑞鹄模具与合肥工业大学签订协议，共同研究基于工业大数据的轻量化车身成形模具网络协同制造关键技术；2021 年 11 月 30 日，瑞鹄模具公告发行可转债募集 4.398 亿元投入新能源汽车轻量化车身及关键零部件精密成形装备智能制造工厂建设项目（一期）；2021 年 12 月，瑞鹄模具公告与奇瑞科技、永达科技共同投资成立瑞鹄轻量化公司。2023 年，汽车轻量化零部件工厂项目一期全部竣工并量产、项目二期开工建设，铝合金精密成形铸造动总零部件实现全线投产、稳产，铝合金一体化压铸车身结构件启动量产，实现从 0 到 1 突破；高强度板及铝合金冲焊件工厂项目 2023 年主体建设完成并部分投产，部分进入量产阶段。公司多点发力，持续完善轻量化领域布局。

图 38：轻量化布局

图 39：成立合资公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：轻量化赛道主要公司的客户和设备对比

上市公司	主要客户	大型压铸机布局
瑞鹄模具	宝马、奥迪、奔驰、奇瑞、上汽、一汽、广汽、吉利、长城、蔚来、理想、小鹏、小米等	2022 年，公司表示首批设备为力劲品牌，单机吨位主要为 3500 吨、4500 吨，同时根据业务发展规划和客户产品规划，预留了 6600~8000 吨压铸机的空间场地。
文灿股份	奔驰、大众、奥迪、特斯拉、蔚来、理想、小鹏等	截止 2023 年报，公司拥有 9000T 压铸机 4 台、7000T 压铸机 3 台、6000T 压铸机 2 台。
广东鸿图	奔驰、大众、特斯拉、比亚迪、小鹏、蔚来等	截止 2023 年报，公司导入多台超大型智能压铸单元，吨位覆盖 6800T 至 16000T，其中 16000T 超大型智能压铸单元是目前全球最大吨位的压铸单元。
爱柯迪	博世、大陆、上汽、蔚来、理想、宁德时代等	公司于 2022 年 10 月完成发行可转债建设爱柯迪智能制造科技产业园项目，该项目计划引进 800 吨到 8400 吨不等的国内外先进中大型精益压铸单元。
拓普集团	赛力斯、理想、吉利、小米等	2021 年公司采购 21 台套压铸单元，包括 6 台 7200 吨、10 台 4500 吨和 5 台 2000 吨的压铸设备。
泉峰汽车	特斯拉、弗迪动力、宁德时代、蔚然动力等	截止 2024 年 5 月，公司 4000 至 5000T 压铸机已顺利应用于多合一壳体的批量生产，6100T 压铸机主要用于一体化电池托盘的生产，8000T 压铸机将根据市场与订单情况适时投入使用。

资料来源：各公司公告、Wind，天风证券研究所

轻量化零部件项目一期 2023 年全面投产，二期开工建设中。2021 年 11 月 30 日，公司公告拟建设“新能源汽车轻量化车身及关键零部件精密成形装备智能制造工厂建设项目（一期）”，2023 年该项目全部竣工并量产，同时，项目二期开工建设中。截至 2023 年末，公司汽车轻量化零部件业务已承接新车型、新项目 5 个。随着新产品放量，有望实现业绩提升，公司迎来第二成长曲线。

表 6：公司轻量化业务进展

时间	进度
2021/11/30	公司发布可转债预案，拟募集 4.4 亿元投资建设新能源汽车轻量化车身及关键零部件精密成形装备智能制造工厂建设项目（一期）
2022 年	项目一期实现 2 条产线批产、2 条产线启动安装调试；高强度板及铝合金冲焊零部件工厂项目于 2022 年 4 季度开工建设；截至年末，公司汽车轻量化零部件业务已批供客户 2 个、定点开发中客户 2 个
2023 年	铝合金一体化压铸车身结构件产品于 2023 年 4 季度启动量产；铝合金精密成形铸造总零部件于 2023 年 2 季度全面量产，年末进入稳产阶段；

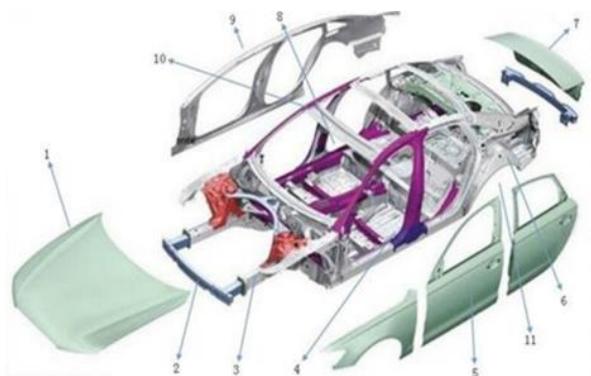
高强度板及铝合金板材冲焊件于 2023 年 4 季度开始量产，年末已部分进入爬产阶段；
汽车轻量化零部件工厂项目一期全部竣工并量产、项目二期开工建设中；
截至年末，公司汽车轻量化零部件业务承接新车型、新项目 5 个

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.2. 汽车冲压件种类繁多，市场空间较大

传统整车生产制造环节分为冲压、焊接、涂装、总装，冲压件是利用压力机和冲压模具对板材、带材、管材和型材等进行塑性变形或分离加工而成的零件。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。冲压件在汽车车身中应用分布广泛，主要用于前框架、中框架、车身底板、车身侧板等车身体主体部件、车门、车顶、前脸等车身外板件和前纵梁、后纵梁等支撑结构件的制造。

图 40：车身冲压及焊接零部件



1、发动机盖总成；2、散热器冲压件；3、前围总成；4、门框冲压件及侧围总成；5、四门总成；6、轮罩总成；7、尾门总成；8、地板冲压件；9、侧围总成；10、侧上外板及天窗冲压件；11、尾灯支架总成。

资料来源：常青股份招股书（注册稿），天风证券研究所

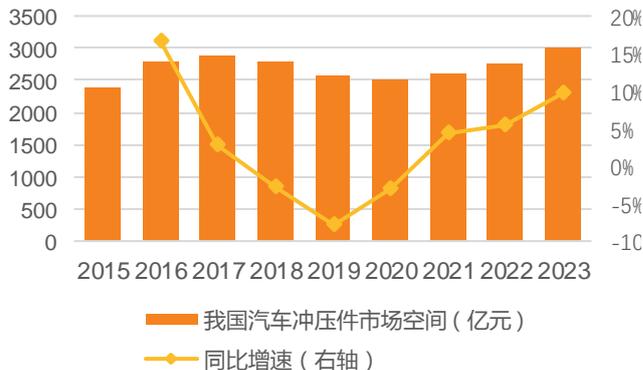
据华经产业研究院测算，平均每辆车上包含 1500 余个冲压件，单车配套价值超 1 万元。以 2023 年汽车产量 3016 万辆来计算，我们预计我国 2023 年汽车冲压件市场空间超过 3000 亿元。

图 41：中国汽车年产量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：我国汽车冲压件市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，Wind，天风证券研究所

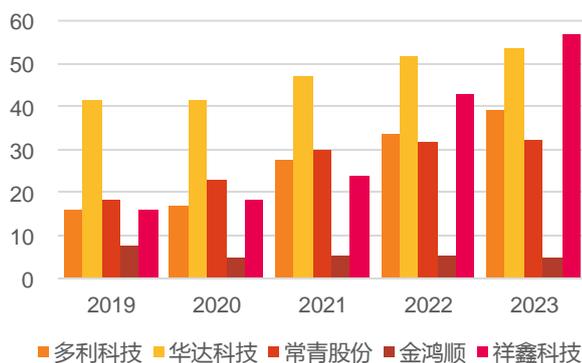
汽车冲压件种类繁多，市场空间较大，但是市场相对分散，行业集中度较低。从市场格局来看，国外汽车巨头在国内的合资企业凭借百年技术积累，居于早期市场龙头地位；而多利科技、华达科技、联明股份、常青股份等为代表的国内大型民营冲压件生产企业，已形成一定规模，具有自主模具设计制造能力和成本竞争力，通过不断学习跨国汽车零部件供应商的先进经验，正逐步缩小与国际先进水平的差距。国内其他数量众多的中小型冲压件厂商，其研发能力、生产技术等较弱，模具开发能力不足，效益较低。

表 7：上市企业冲压件相关业务对比

公司	成立日期	主营业务	客户结构	2023 年冲压件相关业务	
				营业收入 (亿元)	毛利率
华达科技	2002	汽车车身冲压件、管类件及相关模具的开发、生产与销售	广汽本田、一汽大众、广汽丰田、广汽乘用车、上汽通用、特斯拉、上汽大众、宁德时代、亿纬锂能、小鹏等	51.09	13.12%
常青股份	1988	汽车冲压及焊接零部件的开发、生产与销售	奇瑞汽车、合众新能源、比亚迪、上汽集团、东风汽车、陕西重汽、中国重汽、北汽集团等	27.44	16.65%
金鸿顺	2003	汽车冲压零部件及其相关模具的开发、生产与销售	上汽大众、上汽通用、奇瑞捷途、福建奔驰、吉利汽车、吉利商用车、广汽乘用车等	4.09	4.03%
无锡振华	1989	汽车零部件和相关模具的开发、生产和销售	特斯拉、理想汽车、小米汽车、如上汽大众、上汽通用等	12.72	8.57%
联明股份	2003	汽车车身零部件业务和物流服务业务	上汽通用、上汽大众、斯柯达、奥迪等	6.77	16.82%
宁波华翔	2001	汽车非金属材料（主要为橡塑类）零部件	大众、T 车厂、戴姆勒、宝马、丰田、通用、比亚迪、吉利、奇瑞等	52.18 (金属件)	17.77% (金属件)

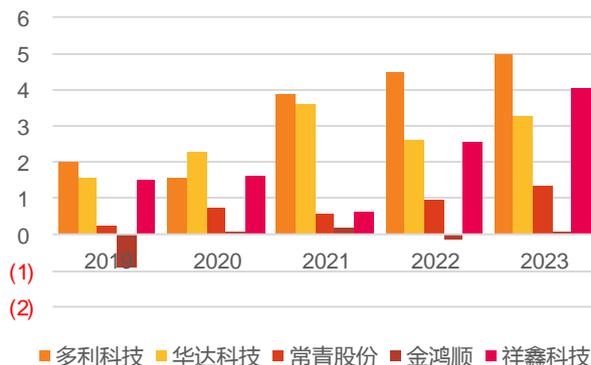
资料来源：各公司公告、巨潮资讯网，天风证券研究所

图 43：主要冲压上市企业营业收入 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：主要冲压上市企业净利润 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测假设与业务拆分

1) **传统业务**：新能源带来制造装备领域新需求，截至 2023 年末，公司在手订单 34.19 亿元，同比+12.84%；以两年生命周期计算，预计传统业务 2024-2026 年总营收达 19.00/22.00/24.00 亿元，增速分别为 19%/16%/9%。

其中：据公司 2023 年年报，截至 2023 年末，公司汽车制造装备业务在手订单 34.19 亿元（不包括轻量化零部件业务订单）。根据在手订单增速来看，预计公司 2023 年后传统业务产能较满，结合公司业务转型情况，我们判断公司传统业务暂无产能扩张计划，因此：

模具及检具：公司该部分业务订单充足，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 11.1%/21.0%/9.1%，从历年公司传统业务毛利率情况来看，模具及检具业务毛利率较为平稳，维持在 27%左右，因此我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 27%/27%/27%；

焊装自动化生产线：预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 35.7%/10.2%/9.2%，预计该业务 2024-2026 年毛利率分别为 21.5%/22%/22%。

2) **汽车零部件业务**：公告“新能源汽车轻量化车身及关键零部件精密成形装备智能制造工厂建设项目（一期）”已于 2023 年全部竣工并量产，同时，项目二期开工建设。预计该业务 2024-2026 年营收分别为 8.04/15.12/23.22 亿元。

表 8：营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
传统业务				
模具及检具				
收入	900	1000	1210	1320
YOY	28.6%	11.11%	21.00%	9.09%
毛利率	26%	27%	27%	27%
焊装自动化生产线				
收入	652	885	975	1065
YOY	45.4%	35.74%	10.17%	9.23%
毛利率	18%	21.5%	22%	22%
其他				
收入	38	15	15	15
YOY	0%	0%	0%	0%
毛利率	-	-	-	-
新业务				
汽车零部件业务				
收入	287	804	1512	2322
YOY		180.14%	88.06%	53.57%
毛利率	15%	18%	20%	20%
汇总				
总营收				
收入	1877	2704	3712	4722
YOY	60.73%	44.06%	37.28%	27.21%
毛利率	22%	23%	22%	22%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 估值分析

国内汽车模具龙头，蓄势切入轻量化领域。我们选取行业内轻量化领域的**拓普集团**，及一体化压铸领域的**文灿股份**、**旭升集团**作为可比公司：1) **拓普集团**：公司拥有汽车 NVH 减震系统、内外饰系统、轻量化车身等八大业务；2) **文灿股份**：主要从事汽车铝合金精

密压铸件的研发、生产和销售，产品主要应用于中高档汽车的发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件及其他汽车零部件；3) 旭升集团：从事热成型压铸和锻造的精密铝合金汽车零部件和工业铝合金零件的研发、生产、销售。

比较来看，2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 17/13/10。公司 24-26 年项目逐步达产后有望显著增厚业绩，中长期成长动能较强，估值有望进一步上行。因此，给予公司 2024 年 20 — 25 倍 PE 估值，对应目标价 33.4 — 41.75 元。

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			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601689.SH	拓普集团	59.61	1.95	2.49	3.28	4.01	38	22	16	13
603348.SH	文灿股份	27.69	0.19	1.50	2.18	2.67	203	18	13	10
603305.SH	旭升股份	10.56	0.77	0.87	1.09	1.34	26	12	10	8
	可比公司均值	-	-	-	-	-	89	17	13	10
002997.SZ	瑞鹄模具	31.97	0.97	1.67	2.08	2.71	33	19	15	12

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 6 月 28 日）

4.3. 投资建议

考虑到公司在手订单充沛，轻量化业务快速落地，为公司业务发展带来新的增长空间，预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.49/4.34/5.68 亿元，当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 19.6/15.8/12.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 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) **公司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，公司轻量化及一体化压铸技术应用存在不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	601.33	841.51	754.91	1,054.28	873.56
应收票据及应收账款	284.66	384.69	757.45	688.36	1,228.49
预付账款	101.83	163.93	214.17	307.18	359.60
存货	1,490.46	1,774.38	2,870.45	3,534.24	4,657.10
其他	374.79	343.20	482.54	580.19	638.40
流动资产合计	2,853.07	3,507.69	5,079.50	6,164.25	7,757.16
长期股权投资	185.42	279.71	338.24	414.64	482.11
固定资产	364.58	496.88	503.59	524.60	523.62
在建工程	40.60	339.31	506.52	739.47	939.55
无形资产	92.81	131.29	168.19	199.31	230.07
其他	411.15	376.45	258.15	231.44	139.44
非流动资产合计	1,094.55	1,623.64	1,774.68	2,109.47	2,314.80
资产总计	4,024.74	5,243.83	6,854.18	8,273.72	10,071.96
短期借款	20.02	156.83	156.83	156.83	156.83
应付票据及应付账款	802.46	1,078.15	1,597.36	2,091.87	2,626.51
其他	141.91	204.17	2,454.57	2,975.62	3,861.07
流动负债合计	964.39	1,439.15	4,208.76	5,224.32	6,644.42
长期借款	0.00	214.30	214.30	214.30	214.30
应付债券	375.30	166.62	180.64	240.85	196.04
其他	58.49	93.72	65.68	72.63	77.34
非流动负债合计	433.79	474.64	460.62	527.78	487.68
负债合计	2,544.35	3,331.11	4,669.38	5,752.10	7,132.10
少数股东权益	152.31	210.31	231.24	257.28	291.33
股本	183.61	198.43	209.32	209.32	209.32
资本公积	554.77	799.96	799.96	799.96	799.96
留存收益	519.65	666.95	907.62	1,207.13	1,598.70
其他	70.06	37.08	36.65	47.93	40.55
股东权益合计	1,480.39	1,912.73	2,184.80	2,521.62	2,939.86
负债和股东权益总计	4,024.74	5,243.83	6,854.18	8,273.72	10,071.96

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	145.18	218.97	349.03	434.37	567.88
折旧摊销	50.34	75.95	84.45	97.28	108.96
财务费用	11.65	19.67	17.72	15.11	13.65
投资损失	(44.82)	(80.71)	(85.91)	(124.20)	(165.60)
营运资金变动	(498.03)	43.16	(125.71)	197.17	(342.82)
其它	430.86	(76.61)	114.54	33.48	24.18
经营活动现金流	95.17	200.44	354.12	653.20	206.24
资本支出	177.63	592.56	323.30	375.43	334.11
长期投资	22.76	94.29	58.53	76.41	67.47
其他	(654.78)	(962.93)	(708.82)	(709.89)	(535.66)
投资活动现金流	(454.39)	(276.08)	(327.00)	(258.05)	(134.09)
债权融资	350.48	163.92	(6.41)	39.53	(53.84)
股权融资	12.33	164.23	(107.31)	(135.31)	(199.02)
其他	75.88	6.73	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	438.69	334.88	(113.73)	(95.78)	(252.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	79.48	259.24	(86.60)	299.37	(180.71)

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
营业收入	1,167.79	1,877.03	2,704.04	3,712.06	4,722.07
营业成本	893.73	1,470.49	2,092.04	2,884.69	3,689.40
营业税金及附加	13.46	17.27	24.88	31.76	37.58
销售费用	33.15	40.76	54.08	55.68	65.87
管理费用	59.83	91.11	127.09	155.91	184.44
研发费用	79.56	97.47	136.55	178.18	210.79
财务费用	(1.36)	0.68	17.72	15.11	13.65
资产/信用减值损失	(28.60)	(20.46)	(20.00)	(15.00)	(15.00)
公允价值变动收益	0.44	(0.50)	84.19	(4.29)	(25.20)
投资净收益	44.82	77.52	85.91	124.20	165.60
其他	(68.64)	(131.38)	0.00	0.00	0.00
营业利润	141.40	234.07	401.77	495.65	645.74
营业外收入	3.99	1.19	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.46	4.13	4.00	2.00	2.00
利润总额	144.93	231.13	399.77	495.65	645.74
所得税	(0.25)	12.16	20.39	23.51	28.48
净利润	145.18	218.97	379.38	472.14	617.26
少数股东损益	5.13	16.71	30.35	37.77	49.38
归属于母公司净利润	140.05	202.26	349.03	434.37	567.88
每股收益(元)	0.67	0.97	1.67	2.08	2.71

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	11.78%	60.73%	44.06%	37.28%	27.21%
营业利润	12.74%	65.53%	71.65%	23.37%	30.28%
归属于母公司净利润	21.54%	44.42%	72.57%	24.45%	30.74%
获利能力					
毛利率	23.47%	21.66%	22.63%	22.29%	21.87%
净利率	11.99%	10.78%	12.91%	11.70%	12.03%
ROE	10.55%	11.88%	17.87%	19.18%	21.44%
ROIC	27.59%	32.41%	34.41%	31.32%	39.60%
偿债能力					
资产负债率	63.22%	63.52%	68.12%	69.52%	70.81%
净负债率	-13.33%	-14.27%	-8.01%	-16.64%	-9.50%
流动比率	1.39	1.27	1.21	1.18	1.17
速动比率	0.68	0.65	0.52	0.50	0.47
营运能力					
应收账款周转率	4.10	5.61	4.74	5.13	4.93
存货周转率	0.91	1.15	1.16	1.16	1.15
总资产周转率	0.34	0.41	0.45	0.49	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.97	1.67	2.08	2.71
每股经营现金流	0.45	0.96	1.69	3.12	0.99
每股净资产	6.34	8.13	9.33	10.82	12.65
估值比率					
市盈率	48.86	33.83	19.60	15.75	12.05
市净率	5.15	4.02	3.50	3.02	2.58
EV/EBITDA	14.24	14.68	11.98	9.75	8.05
EV/EBIT	17.28	17.37	14.21	11.52	9.33

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com