

瑞鹄模具 (002997.SZ) 汽车模具龙头，轻量化+装备制造双轮驱动前景可期

2024年07月09日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

任浪（分析师）

张越（联系人）

renlang@kysec.cn

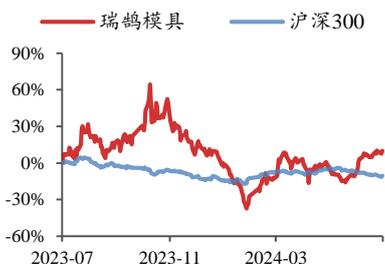
zhangyue1@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790123090001

日期	2024/7/9
当前股价(元)	33.00
一年最高最低(元)	49.88/17.36
总市值(亿元)	69.08
流通市值(亿元)	69.08
总股本(亿股)	2.09
流通股本(亿股)	2.09
近3个月换手率(%)	190.95

股价走势图



数据来源：聚源

● 公司深耕汽车装备制造领域二十年，布局轻量化开拓成长第二曲线

公司是汽车冲压模具龙头，是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的企业。汽车装备业务方面，公司凭借客户、技术等资源及优势，在手订单不断取得突破，截至2023年底已达到34.19亿元，同比增长+12.84%，为业绩增长贡献基本盘。零部件轻量化方面，公司与奇瑞深度绑定，共同投资设立芜湖瑞鹄汽车底盘科技，已形成“铝合金冲压+高压铸造+一体化压铸”三大细分板块。截至2024年Q1，轻量化零部件收入占比已达到20%左右，随着产线的利用率不断爬坡，以及重点车型销量逐步提升，该业务有望迎来业绩增速的拐点，盈利能力也有望不断提升。我们预计2024-2026年归母净利润分别为3.48/4.70/6.10亿元，对应EPS分别为1.66/2.25/2.91元/股，当前股价对应2024-2026年的PE分别为19.8/14.7/11.3倍，公司客户结构优质，零部件轻量化业务迎来发展拐点，对此给予“买入”评级。

● 零部件轻量化成为新能源车发展的重要方向，市场空间广阔

铝合金是现阶段较好的轻量化材料，当前众多主流车型均采用全铝车身，前后悬架大部分材料也采用铝合金。一体化压铸引领新能源汽车轻量化，有望带动铝压铸件渗透率进一步提升。该技术可以降低成本约40%，降低车重10%，增加续航里程14%。公司铝合金一体化压铸车身结构件产品于2023年Q4启动量产。

● 深度绑定奇瑞提升轻量化业务发展确定性，传统业务客户结构不断完善

公司与奇瑞在轻量化零部件的技术、工艺、装备和产业化发展方面进行协同，2022年与奇瑞科技、永达科技共同投资轻量化零部件项目。公司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。传统模具业务工厂制造能力升级迭代、产能持续扩充。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。2023年成功进入劳斯莱斯、沃尔沃欧洲、华晨宝马、印度塔塔、江淮汽车等整车厂供应链，客户结构不断优化。

● 风险提示：重点客户销量不及预期、上游原材料涨价、宏观经济波动的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,168	1,877	2,770	3,938	4,880
YOY(%)	11.8	60.7	47.6	42.2	23.9
归母净利润(百万元)	140	202	348	470	610
YOY(%)	21.5	44.4	72.1	35.1	29.7
毛利率(%)	23.5	21.7	22.1	21.9	22.2
净利率(%)	12.0	10.8	12.6	11.9	12.5
ROE(%)	9.8	11.4	16.6	18.7	19.8
EPS(摊薄/元)	0.67	0.97	1.66	2.25	2.91
P/E(倍)	49.3	34.2	19.8	14.7	11.3
P/B(倍)	5.5	4.1	3.5	2.9	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 汽车模具龙头企业，布局轻量化开拓成长第二曲线.....	4
1.1、 深耕汽车装备制造领域二十年，开启轻量化零部件业务新篇章.....	4
1.2、 背靠奇瑞，客户资源丰富.....	6
1.3、 轻量化业务助力公司业绩增长，盈利能力维持稳定.....	8
2、 新能源车叠加轻量化浪潮，汽车零部件行业有望快速提升.....	9
2.1、 新能源车销量快速增长，汽车制造装备行业充分受益.....	9
2.2、 冲压模具：新车型研发、上市加速，推动行业高速发展.....	10
2.3、 焊装自动化生产线：整车制造必要环节，未来需求维持稳定.....	12
2.4、 轻量化零部件：新能源汽车重点发展方向，发展空间广阔.....	13
3、 轻量化业务、装备制造业务双轮驱动，业务放量可期.....	16
3.1、 深度绑定奇瑞，或显著受益轻量化零部件放量增长.....	16
3.2、 传统业务产能持续扩充叠加客户拓展顺利，增长确定性强.....	17
3.3、 高度重视研发创新能力，技术优势突出.....	18
4、 盈利预测与投资建议.....	20
5、 风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1： 公司是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的企业之一.....	4
图 2： 公司持续拓展业务布局，入局汽车轻量化零部件领域.....	5
图 3： 公司产品矩阵丰富，深度绑定国内外大客户.....	5
图 4： 公司主要从事汽车冲压模检具、焊装自动化生产线、汽车轻量化零部件的开发、设计、制造和销售.....	5
图 5： 公司凭借丰富的产品和优异的品质与多家国内外知名厂商建立了良好的合作关系.....	6
图 6： 公司股权结构清晰，奇瑞科技为公司第二大股东.....	7
图 7： 公司营收及利润持续三年快速增长.....	8
图 8： 轻量化业务的布局助力公司营收上升.....	8
图 9： 2017-2023 年公司毛利率均稳定在 20%以上.....	8
图 10： 公司管理费用率和销售费用率呈现下降趋势.....	8
图 11： 2013-2023 年新能源汽车销量持续增长.....	9
图 12： 2023 年中国新能源汽车渗透率远高于其他地区.....	9
图 13： 中国新能源汽车出口量维持增长趋势.....	9
图 14： 2028 年全球汽车制造设备市场预计将达到 114 亿美元，预测期内 CAGR 为 11.1%.....	9
图 15： 公司业务对应的冲压工艺装备与焊装工艺装备合计占比 45%.....	10
图 16： 冲压模具具有尺寸大、工作型面复杂、技术标准高等特点，属于技术密集型产品.....	10
图 17： 新能源车型迭代速度加快，总体维持提升趋势.....	11
图 18： 2023 年国内推出全新车型中新能源占比 81.76%.....	11
图 19： 2022 年中国汽车冲压模具行业市场规模达 441.9 亿元，占汽车模具行业整体规模的 40.77%.....	11
图 20： 焊装自动化生产线实现了焊接工艺的高度自动化.....	12
图 21： 智能自动化焊装生产线利用了先进的机器人技术.....	12
图 22： 焊装自动化生产线需求或将维持稳定.....	13
图 23： 2023 年中国汽车用铝量达到了 590 吨，预计将保持 8.95 的年复合增长率，到 2030 年将达到 1071 万吨.....	14

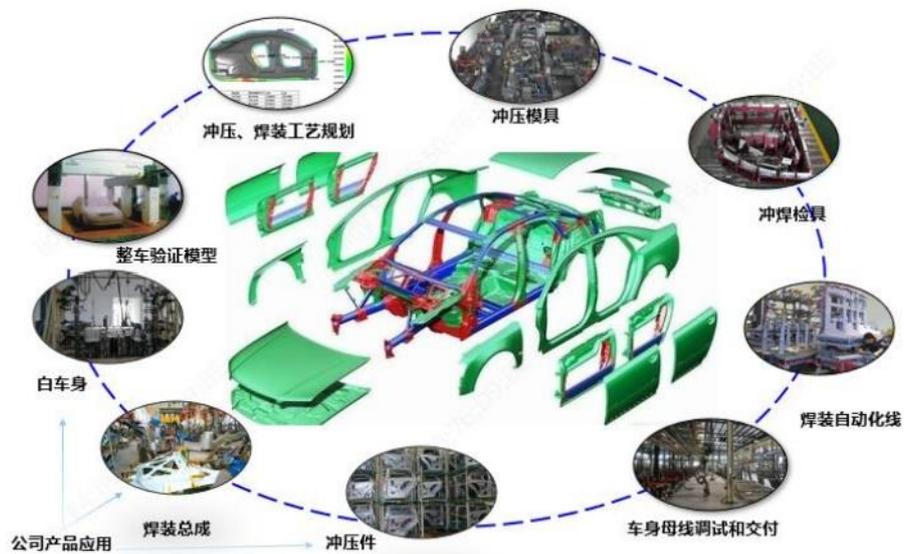
图 24: 一体化压铸技术应用集中在乘用车白车身下车体.....	15
图 25: 特斯拉提出白车身一体成形	15
图 26: 2016-2030 年中国乘用车单车用铝量不断上升, 新能源乘用车单车用铝量增幅明显.....	15
图 27: 铸造工艺是车用铝合金最为重要的加工工艺.....	16
图 28: 2022 年中国铝压铸件行业市场规模达到 1998.01 亿元, 保持着较高增速.....	16
图 29: 公司入局轻量化领域以来与奇瑞展开了深度合作.....	16
图 30: 奇瑞集团自 2020 年以来销量快速增长, 2023 年销量达到 187.84 万辆, 同比增长 52.78%.....	17
图 31: 2024 年 5 月 21 日奇瑞风云推出新豪华中大型电混 SUV 风云 T9	17
图 32: 目前 AGV 产品已应用于汽车及零部件行业, 主要客户为奇瑞、东风等企业	18
图 33: 首度合作: 瑞鹄模具中标宝马某发盖内板项目.....	18
图 34: 2023 年汽车制造装备业务在手订单 34.19 亿元.....	18
图 35: 2021-2023 年公司研发人员持续增加	19
图 36: 2021-2023 年公司研发投入金额不断扩大	19
图 37: 2023 年研发投入为 0.97 亿元, 略低于天汽模.....	19
图 38: 2023 年研发费用率为 5.19%, 位于行业前列	19

1、汽车模具龙头企业，布局轻量化开拓成长第二曲线

1.1、深耕汽车装备制造领域二十年，开启轻量化零部件业务新篇章

瑞鹤模具为汽车模具龙头企业，经过二十年的技术积累和持续创新，公司已成为汽车装备制造行业内最具竞争力的企业之一。公司是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的企业之一。公司凭借严格的质量控制、持续的研发投入和有效的品牌建设，在行业内建立了较高的品牌知名度，并与国内外知名汽车厂商建立了良好的合作关系，业务辐射全球。

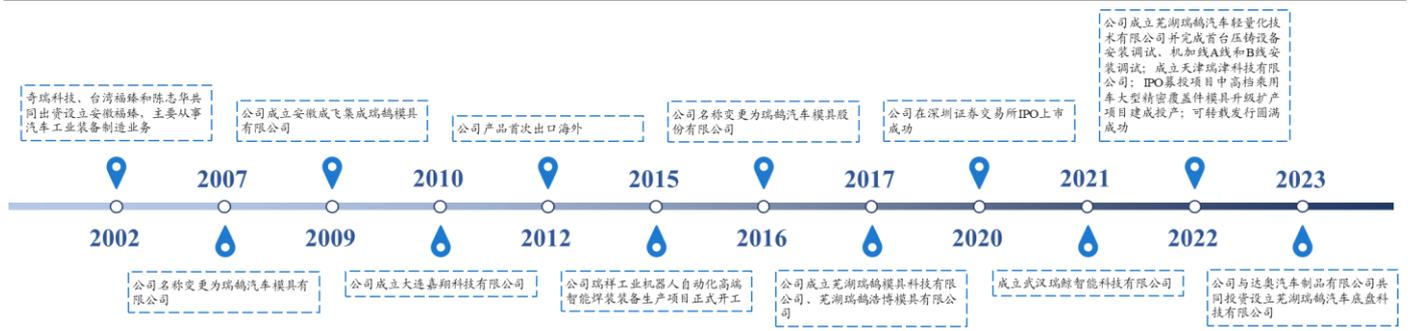
图1：公司是国内少数能够同时为客户提供完整的汽车白车身高端制造装备、智能制造技术及整体解决方案的企业之一



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司起家于汽车装备制造业务，并持续拓展业务布局，入局汽车轻量化零部件领域。公司前身为安徽福臻技研，主要从事汽车工业装备业务。2009年至2021年间，公司先后创立安徽成飞集成瑞鹤模具、大连嘉翔科技、芜湖瑞鹤模具科技、芜湖瑞鹤浩博模具、武汉瑞鲸智能科技，随着装备业务的不断拓展，公司成为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开发和制造等业务的一站式供应商。2022年，公司顺应汽车轻量化趋势，成立芜湖瑞鹤汽车轻量化技术有限公司，拓展铝合金一体化压铸、铝合金精密成形等业务，开启业务新篇章。2023年，为进一步推动公司业务拓展及产业链延伸，公司与奇瑞科技之全资子公司达奥（芜湖）汽车制品共同投资设立芜湖瑞鹤汽车底盘科技有限公司，将轻量化车身零部件领域进一步拓展至轻量化底盘零部件领域，构建轻量化“车身+底盘”零部件的协同效应，开辟第二增长曲线。

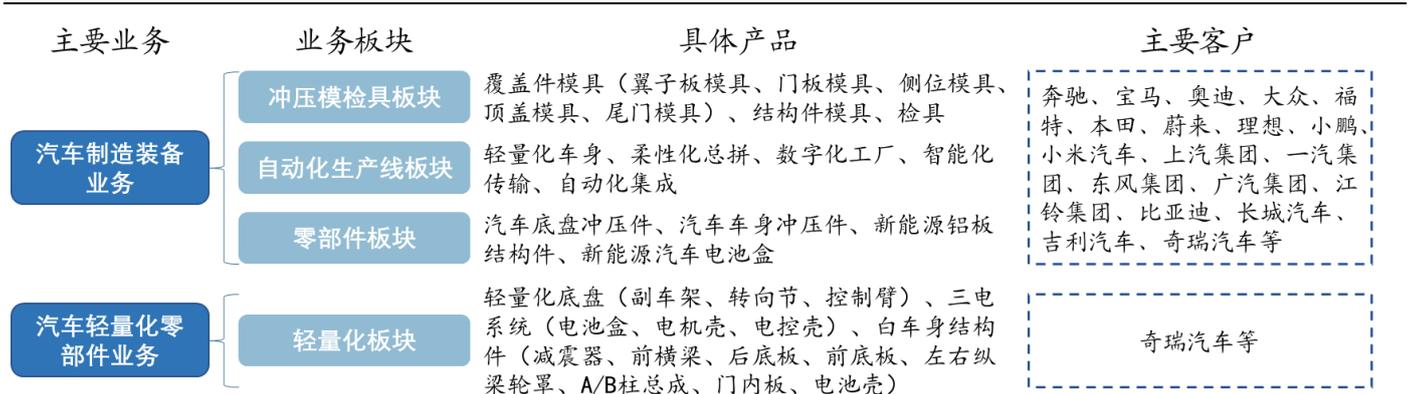
图2：公司持续拓展业务布局，入局汽车轻量化零部件领域



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司产品矩阵丰富，深度绑定国内外大客户。公司主营业务分为两大核心板块，汽车制造装备业务和汽车轻量化零部件业务。公司汽车制造装备业务主要产品包括冲压模具（覆盖件模具、高强板模具）及检具、焊装自动化生产线及智能专机和 AGV 移动机器人等。公司是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的企业之一；公司汽车轻量化零部件业务主要产品有汽车冲焊零部件（高强度板及铝合金板材冲焊件）、铝合金精密铸造零部件（铝合金一体化压铸车身结构件、铝合金精密成形铸造总件）等。

图3：公司产品矩阵丰富，深度绑定国内外大客户



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

图4：公司主要从事汽车冲压模检具、焊装自动化生产线、汽车轻量化零部件的开发、设计、制造和销售



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、背靠奇瑞，客户资源丰富

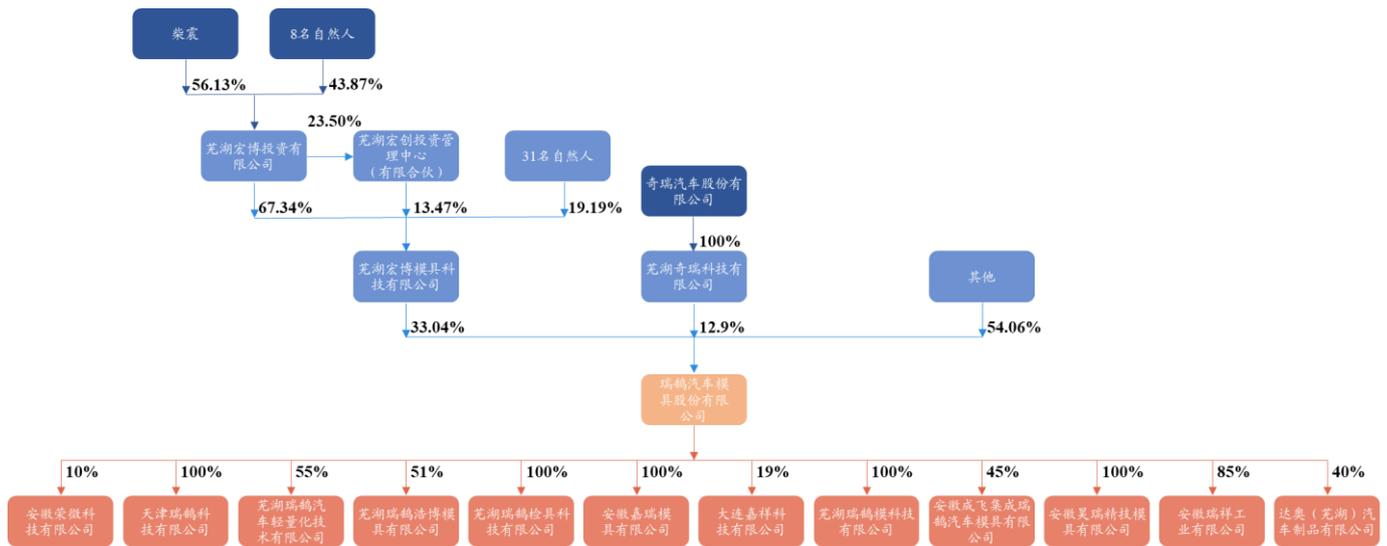
公司凭借丰富的产品和优异的品质与多家国内外知名厂商建立了良好的合作关系。在汽车制造装备业务，公司与蔚来、理想、小鹏、小米汽车、上汽集团、一汽集团、东风集团、广汽集团、江铃集团、比亚迪、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、东南汽车、江淮汽车等中国自主品牌建立了合作关系。此外公司与北美某全球知名新能源品牌、奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、林肯等豪华品牌，大众、福特、本田、马自达、STELLANTIS（斯特兰蒂斯）、雷诺、通用、现代等全球主流品牌，以及印度 FORCE、土耳其 Tofas、印度 TATA 等境外属地品牌也有合作；在汽车轻量化零部件业务，公司与奇瑞汽车正进行深度的合作。

图5：公司凭借丰富的产品和优异的品质与多家国内外知名厂商建立了良好的合作关系



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司管理层人员具有丰富的产业经验和技術背景，与奇瑞汽车具有深厚的业务合作关系。公司股权架构清晰，柴震既是公司第一大股东芜湖宏博投资的实际控制人，也是公司董事长兼经理。此外，奇瑞汽车子公司奇瑞科技是公司的第二大股东，持有公司 12.9% 的股权，利于双方在业务上开展密切合作。柴震、庞先伟、罗海宝等多位公司高管为工程师，深耕汽车行业多年，具有丰富的任职经验和过硬的专业技术。此外，柴震等公司高管均有奇瑞汽车任职经历，更加利于客户资源的开拓，以及和奇瑞深度合作的顺利开展。

图6：公司股权结构清晰，奇瑞科技为公司第二大股东


资料来源：爱企查官网、Wind、开源证券研究所

表1：公司管理层人员具有丰富的产业经验和背景，与奇瑞汽车有着深厚联系

姓名	职位	高管经历
柴震	董事长、总经理	1990年5月至1997年3月，任长春一汽车身厂工艺工程师；1997年3月至2005年9月，历任奇瑞汽车工程师、车间主任、轿车一厂厂长、规划设计院院长助理；2005年9月至2006年12月，任安徽福臻常务副总经理；2006年12月至2015年11月历任瑞鹤有限总经理、董事长，2015年11月至今，任瑞鹤模具董事长兼总经理；2012年2月至今，任安徽成飞集成瑞鹤汽车模具董事；2022年1月至今，任芜湖瑞鹤汽车轻量化技术董事长；2014年10月至今，任芜湖宏博投资董事长；2014年11月至今，任芜湖宏博模具科技董事长；2016年6月至今，任芜湖宏创投资管理中心（有限合伙）执行事务合伙人代表；2023年11月至今，任达奥（芜湖）汽车制品董事。
威士龙	董事	2003年7月至2009年6月，就职于奇瑞汽车股份，任财务部预算科主管、科长；2009年6月至2015年7月，就职于奇瑞汽车股份，任财务部资金税务部部长；2015年7月至2018年11月，就职于奇瑞汽车股份，任财务部副总监；2018年11月至2021年5月，就职于奇瑞汽车股份，任总经理助理兼财务部执行总监；2021年5月至今任奇瑞汽车股份副总经理；2022年1月至今任芜湖奇瑞科技董事长。2024年1月至今任瑞鹤汽车模具股份董事。
杨本宏	董事	2015年8月至2017年5月，任华泰汽车集团副总裁；2017年6月至2020年5月，任合肥德电新能源汽车总经理；2022年1月至今，任瑞鹤模具董事。
吴春生	董事、常务副总经理、财务总监	2003年2月至2005年10月，任奇瑞汽车审计部审计组长；2005年10月至2015年11月，历任瑞鹤有限财务总监、董事、常务副总经理兼财务总监；2010年7月至今，任大连嘉翔监事；2014年10月至今，任宏博投资董事；2014年11月至今，任宏博科技董事；2015年8月至今，任瑞祥工业董事；2015年10月至今，任成飞瑞鹤监事；2015年11月至今，任瑞鹤模具董事、常务副总经理、财务总监；2017年4月至今，任瑞鹤浩博董事；2018年6月至2021年3月30日，任富士瑞鹤董事；2022年1月至今，任芜湖瑞鹤汽车轻量化技术董事、财务负责人。
庞先伟	董事、副总经理	1999年8月至2000年2月，任郑州轻型汽车制造厂技术员；2000年3月至2009年12月，任奇瑞汽车乘用车二厂生产设备科科长；2010年1月至2015年8月，历任成飞瑞鹤常务副总经理、总经理；2014年12月至2015年11月，任瑞鹤有限董事；2015年8月至今，历任瑞祥工业董事、董事长、总经理；2015年11月至今，任瑞鹤模具董事；2018年11月至今，任瑞鹤模具副总经理；2021年5月至今，任武汉瑞鲸执行董事。

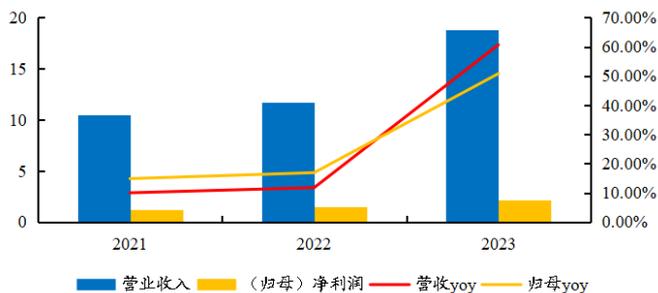
姓名	职位	高管经历
罗海宝	董事、副总经理	2003年4月至2007年7月，历任安徽福臻生产管理部员工、技术部员工、项目部副科长、营业部科长；2007年7月至2009年8月，历任瑞鹤有限技术部部长助理、生产管理部部长助理；2009年8月至2011年8月，历任瑞鹤有限项目部副部长、制造技术部副部长；2011年8月至2013年12月，历任瑞鹤有限技术部部长、钳工部部长、模具事业部部长、项目部部长；2014年1月至2015年10月，任瑞鹤有限总经理助理；2015年1月至2015年12月，任宏博科技监事；2015年11月至今，任瑞鹤模具副总经理；2017年4月至今，任瑞鹤浩博董事；2018年11月至今，任瑞鹤模具董事；2022年1月至今，任芜湖瑞鹤汽车轻量化技术总经理。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、轻量化业务助力公司业绩增长，盈利能力维持稳定

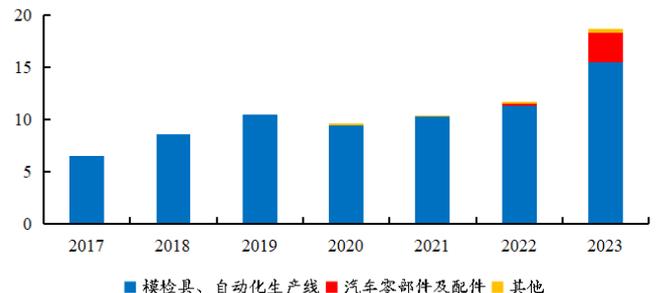
产能释放叠加轻量化布局推动公司2023年营收高速增长。公司2023年实现营收18.77亿元，同比增长60.70%，2021-2023年CAGR为34.02%；实现归母净利润2.19亿元，同比增长50.83%，2021-2023年CAGR为32.79%。公司主营业务中，模具及检具的营收占比最高，维持在80%以上，是公司的主要收入来源。公司在2022年布局汽车轻量化零部件业务后，2023年该业务收入占比大幅上升，实现营收2.87亿元，随着轻量化业务的深入发展，将为公司收入带来新的增长动力。

图7：公司营收及利润持续三年快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

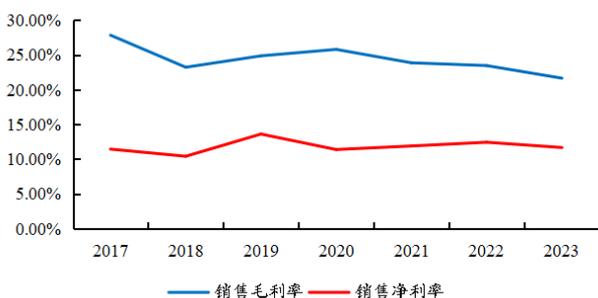
图8：轻量化业务的布局助力公司营收上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

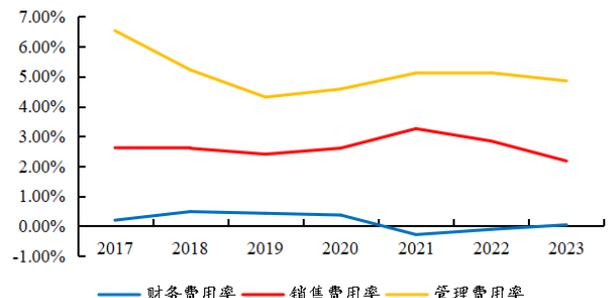
公司毛利率稳定在20%以上，近两年公司费用率不断改善。2017-2023年公司销售毛利率维持在20%以上，相对平稳，2023年公司实现销售毛利率21.66%，随着装备类业务快速增长，销售毛利率有望大幅提升。2023年公司管理费用率为4.85%，同比下降0.27pct；销售费用率为2.17%，同比下降0.67pct；财务费用率为0.04%。随着规模效应不断显现，公司费用率有望呈现下降趋势。

图9：2017-2023年公司毛利率均稳定在20%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司管理费用率和销售费用率呈现下降趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、新能源车叠加轻量化浪潮，汽车零部件行业有望快速提升

2.1、新能源车销量快速增长，汽车制造装备行业充分受益

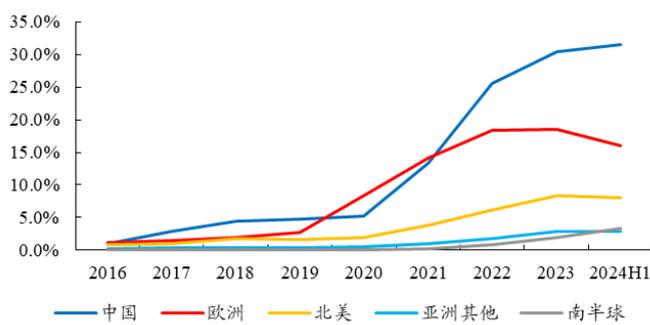
新能源汽车销量维持增长趋势，提升汽车制造装备需求。2023年中国新能源汽车销量为949.5万辆，同比+37.87%，预计2024年销量将达到1150万辆，同比+21.12%。中国新能源汽车市场渗透率高于其他地区，2023年中国新能源汽车渗透率达到30.5%，2024年有望增加到40%，新能源汽车海外市场空间较大，或将持续推动中国新能源汽车出口增长。新能源汽车销量增长叠加国内“以旧换新”等政策持续支持，汽车制造装备行业将充分收益，根据marketsandmarkets预测，到2028年全球汽车制造设备市场预计将达到114亿美元，预测期内CAGR为11.1%。

图11：2013-2023年新能源汽车销量持续增长



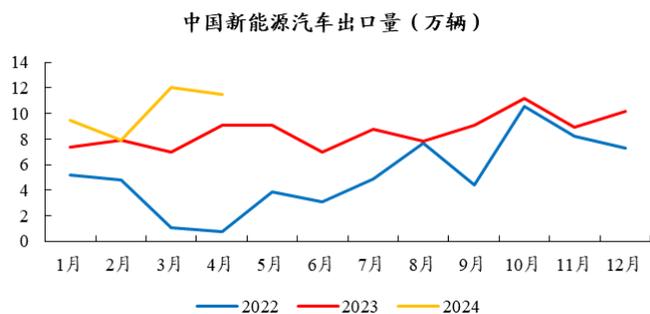
数据来源：中汽协会数据公众号、开源证券研究所

图12：2023年中国新能源汽车渗透率远高于其他地区



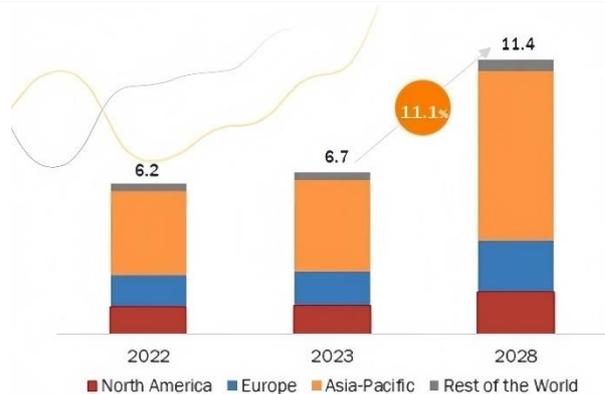
数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

图13：中国新能源汽车出口量维持增长趋势



数据来源：乘联会官网、开源证券研究所

图14：2028年全球汽车制造设备市场预计将达到114亿美元，预测期内CAGR为11.1%

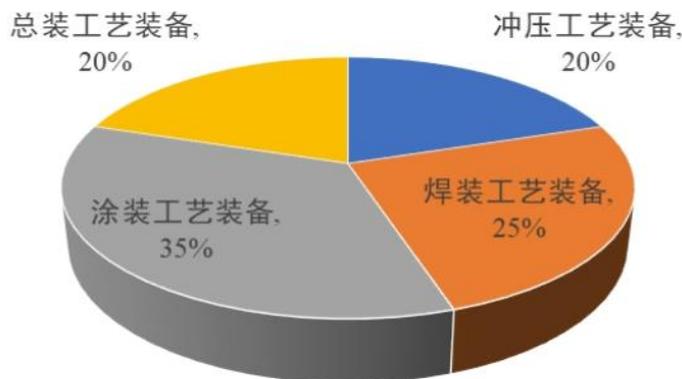


数据来源：marketsandmarkets 官网

公司业务处于汽车制造装备市场容量较大的细分领域，成长天花板高。根据机械工业第九设计研究院《未来十年我国汽车整车制造装备探析》中公布的数据，目前汽车整车制造装备所包含的冲压工艺装备、焊装工艺装备、涂装工艺装备及总装工艺装备四大工艺所占汽车整车制造装备投资比例分别20%、25%、35%及20%，公司业务对应的冲压工艺装备与焊装工艺装备合计占比45%，是市场容量较大的细分领域。

图15：公司业务对应的冲压工艺装备与焊装工艺装备合计占比 45%

汽车整车制造四大工艺设备工器具投入占比情况

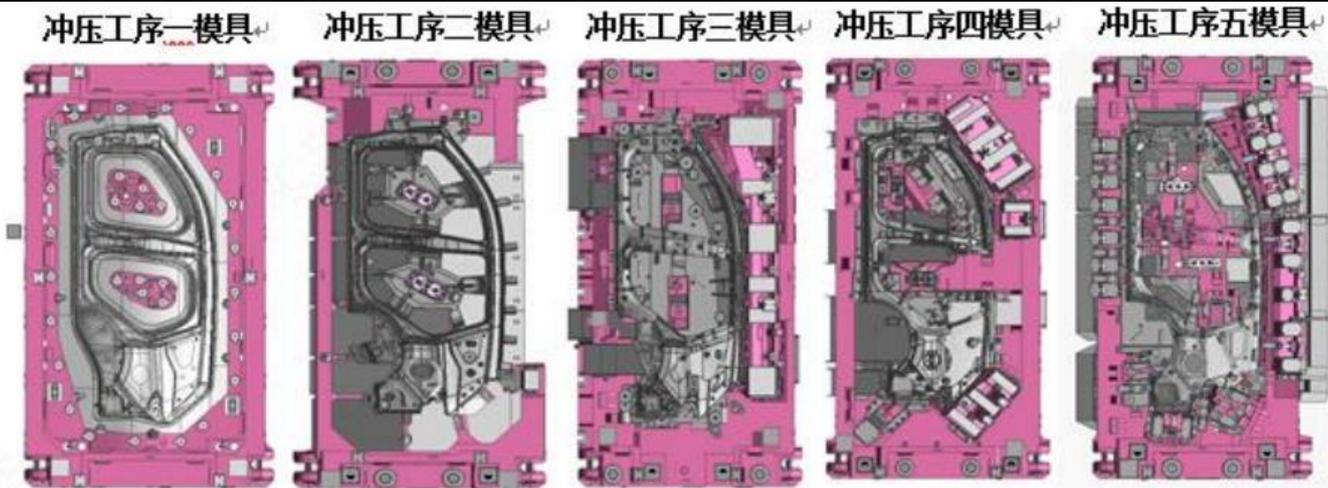


资料来源：《未来十年我国汽车整车制造装备探析》

2.2、冲压模具：新车型研发、上市加速，推动行业高速发展

汽车冲压模具属于技术密集型产品，技术壁垒深厚。汽车冲压模具通常用于生产汽车车身结构、车门、引擎罩、车顶等部件，具有尺寸大、工作面复杂、技术标准高等特点，属于技术密集型产品。冲压模具的特性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，同时，随着下游企业对模具材料强度、使用寿命、制造精度、冲次效率、稳定性以及板件塑性变形特性、不等料厚、轻量化等技术要求的不断提高，技术更新换代不断加快，对企业的产品开发和制造能力要求更加严格。

图16：冲压模具具有尺寸大、工作面复杂、技术标准高等特点，属于技术密集型产品



资料来源：公司公告

新能源车型迭代速度加快，助推冲压模具业务高速发展。汽车冲压模具是汽车生产的重要工艺装备，其设计和制造时间约占汽车开发周期的 2/3，是汽车更新换代、产品开发的主要制约因素之一。因此，新能源车型迭代速度将直接影响冲压模具业务的发展。伴随新能源汽车行业竞争加剧以及汽车制造平台化趋势，新能源车型迭代速度或将进一步提升。2023 年国内推出全新车型共 148 款，其中新能源车型 121 款，占到总车数的 81.76%，2024 年 Q1 国内推出全新车型共 33 款，其中新能源车型 26 款，占到总车数的 78.79%。汽车制造平台化是指将具有相近外型尺寸、相近单车

制造工时、高零件通用化率、高模块化率、相同工艺流程、相同制造技术、相同传输定位尺寸的车型集中在一条生产线上生产，实现投资最优化、生产成本最低化、生产资源利用最大化的生产模式。汽车制造平台化可以提高制造质量的一致性、降低制造成本，进一步缩短制造周期和交付周期。

图17: 新能源车型迭代速度加快, 总体维持提升趋势

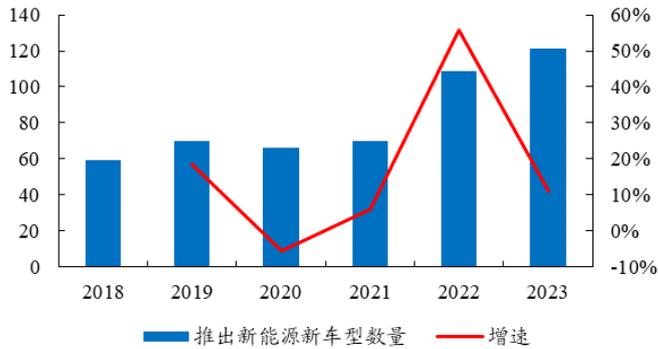
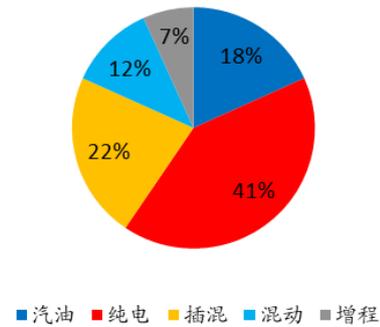


图18: 2023年国内推出全新车型中新能源占比81.76%



数据来源: 崔东树公众号、开源证券研究所

数据来源: 崔东树公众号、开源证券研究所

下游汽车市场飞速发展, 汽车冲压模具市场或将迎来广阔增长空间。汽车模具是所有汽车零件模具的总称, 汽车 90%以上的零部件由模具制造。根据加工对象和模具成型加工工艺的不同, 模具可以分为冲压模具、塑料模具、铸造模具、锻压模具、橡胶模具、粉末冶金模具、拉丝模具、无机材料成型模具等。冲压模具在模具市场中占较大比重, 根据中国模具工业协会编制的《中国模具工业年鉴 2012》, 2008年-2011年度模具销售额中冲压模具约占 37%, 仅次于塑料模具。近年来中国汽车冲压模具行业市场规模快速增长, 2022 年中国汽车冲压模具行业市场规模达 441.9 亿元, 占汽车模具行业整体规模的 40.77%。冲压模具作为汽车模具市场中的重要细分或将迎来广阔的发展空间。

表2: 冲压模具、塑料模具、锻造模具是最主要的三类模具

模具类型	模具品种	加工工艺	加工成品	主要应用领域
冲压模具	根据工艺性质可分为冲裁模、弯曲模具、拉伸模具; 根据工序组合程度可分为单工序模、复合模、级进模、传递模; 根据冲压时的温度情况可分为冷冲压模具、热冲压模具等	板材冲压成型工艺	金属冲压件	汽车覆盖件、高强板、金属结构件等
塑料模具	挤塑模具、注塑模具、热固性塑料注塑模具	塑料制品成型加工工艺, 热固性和热塑性塑料	注塑件等	汽车内饰件、医疗设备, 家电产品等
锻造模具	根据铸型的材质分为砂型铸造模具和金属型铸造模具等; 金属型铸造模具根据压力不同可分为重力铸造模具、低压铸造模具、压铸模具等	金属浇铸工艺和非铁金属材料压力铸造成型工艺	金属铸件	汽车发动机、变速箱、轮毂、机床等零部件

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 2022年中国汽车冲压模具行业市场规模达441.9亿元, 占汽车模具行业整体规模的40.77%



数据来源：智研产业研究院公众号、开源证券研究所

2.3、焊装自动化生产线：整车制造必要环节，未来需求维持稳定

焊装自动化生产线是实现汽车制造自动化、智能化的重要途径。自动化焊装生产线的发展现状可概括为以下几个方面：(1) 高度自动化：智能自动化焊装生产线利用先进的机器人技术和自动化设备，实现了焊接工艺的高度自动化。机器人能够精确地执行焊接任务，提高生产效率和质量，并减少人工操作的需求；(2) 数据化管理：智能自动化焊装生产线通过传感器和数据采集系统，实现对生产过程的实时监测和数据收集。这些数据可以用于生产过程的分析 and 优化，帮助企业做出更准确的决策和调整；(3) 灵活性和可定制性：智能自动化焊装生产线具有较高的灵活性和可定制性。它们可以根据不同产品的要求进行调整和配置，适应不同规格和型号的焊接任务；(4) 安全性和可靠性：智能自动化焊装生产线通过使用先进的安全设备和控制系统，确保工作环境的安全和操作的可靠性。这为员工提供了更安全的工作环境，并降低了事故和故障的风险。

图20：焊装自动化生产线实现了焊接工艺的高度自动化



资料来源：公司公告

图21：智能自动化焊装生产线利用了先进的机器人技术



资料来源：公司公告

焊装自动化生产线行业充分发展，市场需求维持稳定。随着汽车产业的发展，汽车智能制造装备已从早期的简单机械设备逐步发展到现在的高度自动化和智能化，尤其在“工业 4.0”和《中国制造 2025》的带动下，汽车整车厂对汽车制造的自动化、数字化、智能化要求不断提高，投入持续加大，相应带动上游汽车制造专用设备行业尤其是焊装自动化生产线业务的快速发展。梅山极氪工厂、一汽红旗繁荣工厂等工厂已经实现了 100% 的焊接自动化率，比亚迪西安工厂也达到了较高的 97% 以上的焊装自动化率。总体来看，目前国内多家主机厂焊装车间自动化率已达到较高水平，预计后续焊装自动化产线市场需求相对稳定。

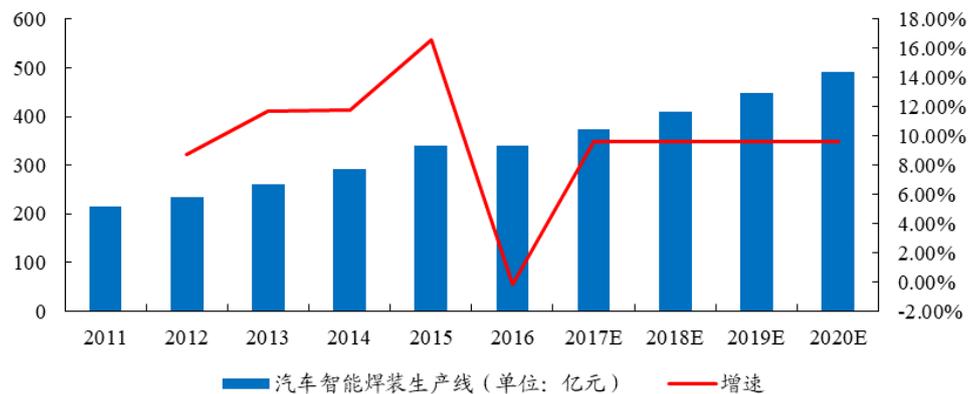
表3：目前国内多家主机厂焊装车间自动化率已达到较高水平

工厂	工厂焊装自动化率
梅山极氪智慧工厂	100%

工厂	工厂焊装自动化率
一汽红旗繁荣工厂	100%
长城汽车重庆工厂	100%
奇瑞捷豹路虎常熟工厂	100%
比亚迪西安工厂	97%以上
上汽大众 MEB 工厂	84%

资料来源：ATC 汽车技术平台公众号、网信吉林公众号、AI 汽车制造业公众号、高工机器人公众号、皮卡车市公众号、汽车公社公众号、开源证券研究所

图22：焊装自动化生产线需求或将维持稳定



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、轻量化零部件：新能源汽车重点发展方向，发展空间广阔

汽车轻量化是汽车工业发展的大趋势。汽车轻量化技术是降低油耗、减少排放、提高新能源汽车续航里程的重要手段之一，轻量化实现路径主要包括材料、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。

铝合金是现阶段较好的轻量化材料，汽车用铝量将进一步提升。当前主流的汽车轻量化材料有铝合金、高强度钢、镁合金、碳纤维材料等。但是由于铝合金材料相较于镁合金材料、碳纤维材料等成本更低，此外铝合金材料相较于高强度钢比强度高，密度较小，减重潜力更大，因此铝合金材料成为了目前汽车轻量化的主流材料。当前众多主流车型均采用全铝车身，前后悬架大部分材料也采用铝合金，用铝化程度越来越高，最大程度实现轻量化制造。根据《Assessment of Aluminium Usage in China's Automobile Industry 2016~2030》显示，2023年中国汽车用铝量达到了590万吨，预计将保持8.95%的年复合增长率，到2030年将达到1071万吨。

表4：铝合金材料相较于高强度钢比强度高，密度较小，减重潜力更大

材料种类	密度 (g/cm ³)	抗拉强度/MPa	弹性模量/MPa	比强度	比模量	耐腐蚀性
高强度钢	7.80	1000	214000	1.3	0.27	一般
铝合金	2.80	420	71000	1.5	0.25	较强
镁合金	1.79	280	45000	1.6	0.25	差

材料种类	密度 (g/cm ³)	抗拉强度/MPa	弹性模量/MPa	比强度	比模量	耐腐蚀性
钛合金	4.50	942	112000	2.1	0.25	强
玻璃纤维复合材料	2.00	1100	40000	5.5	0.20	强
碳纤维复合材料	高强度型	1.50	1400	130000	9.3	非常强
	高模量型	1.60	1100	190000	6.2	非常强

资料来源：《碳纤维复合材料在汽车轻量化中的应用》，杨桂英，赵睿，肖冰，杨秀霞，王殿铭、开源证券研究所

表5：铝合金材料相较于镁合金材料、碳纤维材料等成本更低，目前成为汽车轻量化的主流材料

材料种类	减重率，%	材料来源	工艺难度	材料成本 (元/kg)	回收率	应用情况
高强度钢	15~25	丰富	低	50~60	高	中短期内使用
铝合金	40~50	丰富	较低	20~50	最高	大量推广
镁合金	55~60	非常丰富	高	85	高	限于零部件
钛合金	40~50	丰富	高	100	低	国内仍较少
玻璃纤维复合材料	25~35	丰富	低	12	低	逐步推广
碳纤维复合材料 高强度型	55~60	丰富	最高	120~200	较低	逐步推广

资料来源：《碳纤维复合材料在汽车轻量化中的应用》，杨桂英，赵睿，肖冰，杨秀霞，王殿铭、开源证券研究所

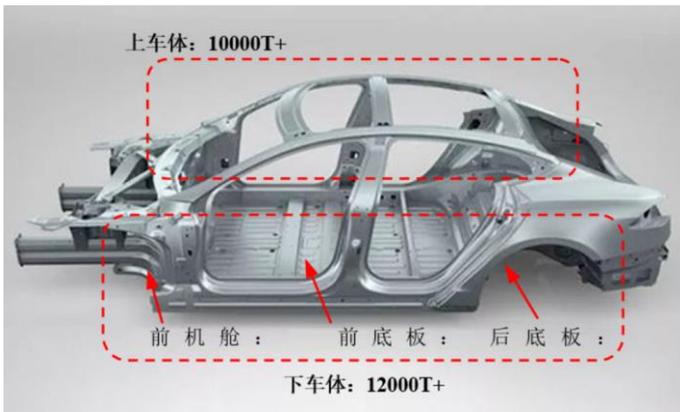
图23：2023年中国汽车用铝量达到了590万吨，预计将保持8.95%的年复合增长率，到2030年将达到1071万吨



数据来源：《Assessment of Aluminium Usage in China's Automobile Industry 2016~2030》、开源证券研究所

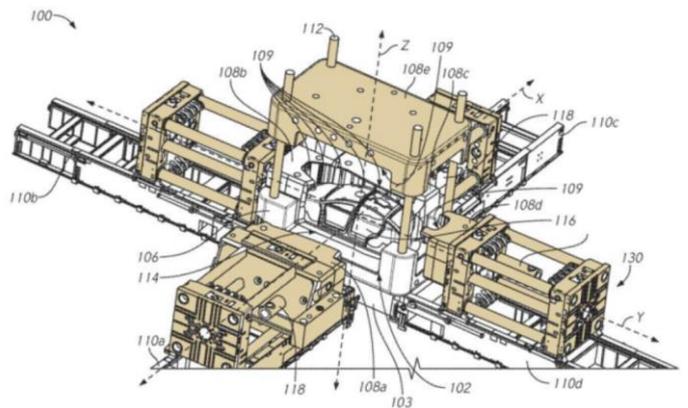
一体化压铸技术引领新能源汽车轻量化。一体化压铸技术，是指通过将原本设计中需要组装的多个独立的零部件重新设计，使用超大型（一般 ≥ 6000 T）压铸机一次压铸成型，直接获得完整零部件，并实现原有功能的技术，本质上依然属于压力铸造，附加超高真空和超大尺寸。目前，一体化压铸技术应用集中在乘用车白车身的下车体，主要包括后底板、前底板、前机舱。特斯拉采用一体化压铸后底板总成技术将 model Y 所有零部件一次压铸成型，制造时间由传统工艺的 1~2 小时缩减至 3~5 分钟。一体化压铸技术可以降低成本约 40%，降低车重 10%，增加续航里程 14%，深度契合汽车轻量化发展趋势。

图24：一体化压铸技术应用集中在乘用车白车身下车体



资料来源：铸造工程公众号

图25：特斯拉提出白车身一体成形

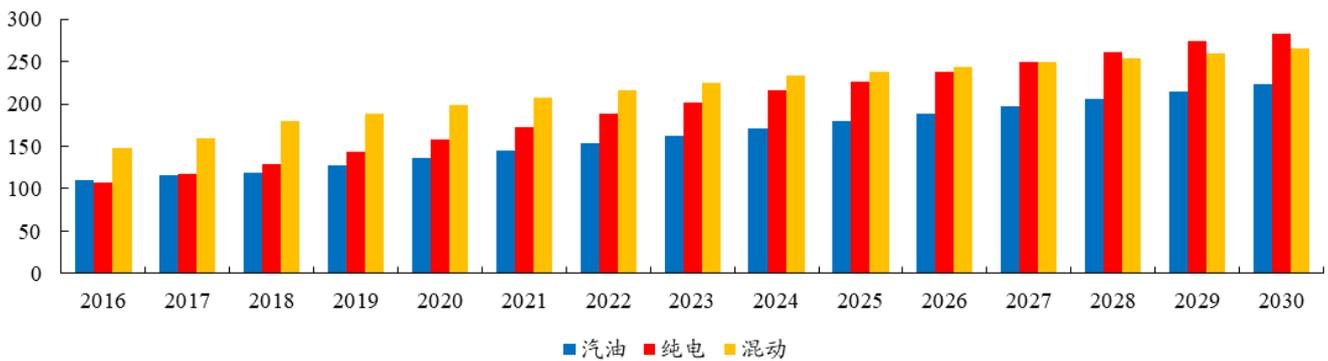


资料来源：铸造工程公众号

一体化压铸技术快速发展，有望带动铝压铸件渗透率进一步提升。目前铝合金一体化压铸成形结构件因其质量轻、成本低和性能好，在新能源汽车制造中所占比例越来越高。其采用的铝合金高压压铸工艺易于加工复杂成型的零部件，能够有效提升生产效率、降低成本。各类铝合金工艺在汽车上的使用比例大约为：铸造 77%，轧制 10%，挤压 10%，锻压 3%，铸造工艺是车用铝合金最为重要的加工工艺。压铸技术是铸造工艺中最先进、效率最高的铸造方法。中国铝合金压铸件行业市场规模呈现逐年上涨态势，2022 年中国铝合金压铸件行业市场规模达到 1998.01 亿元。伴随一体化压铸技术的快速发展和应用，铝压铸件有望加速替代传统的冲压焊接件，渗透率进一步提升。

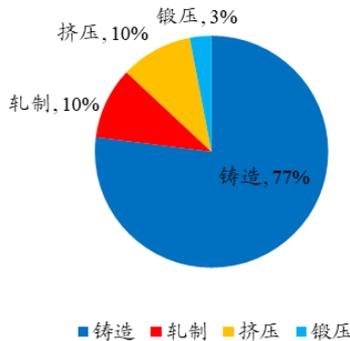
图26：2016-2030 年中国乘用车单车用铝量不断上升，新能源乘用车单车用铝量增幅明显

2016-2030年中国不同乘用车种类单车用铝量（单位：kg）



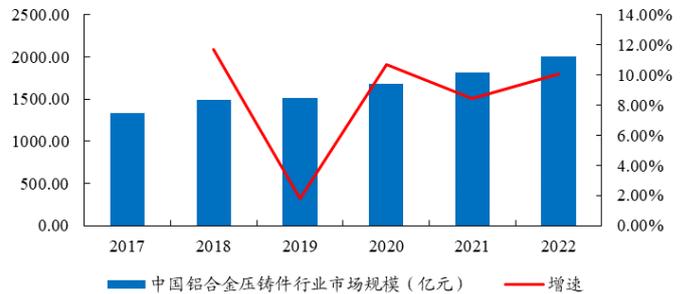
数据来源：《Assessment of Aluminium Usage in China's Automobile Industry 2016-2030》、开源证券研究所

图27：铸造工艺是车用铝合金最为重要的加工工艺



数据来源：SMM 汽车风云公众号、开源证券研究所

图28：2022 年中国铝压铸件行业市场规模达到 1998.01 亿元，保持着较高增速



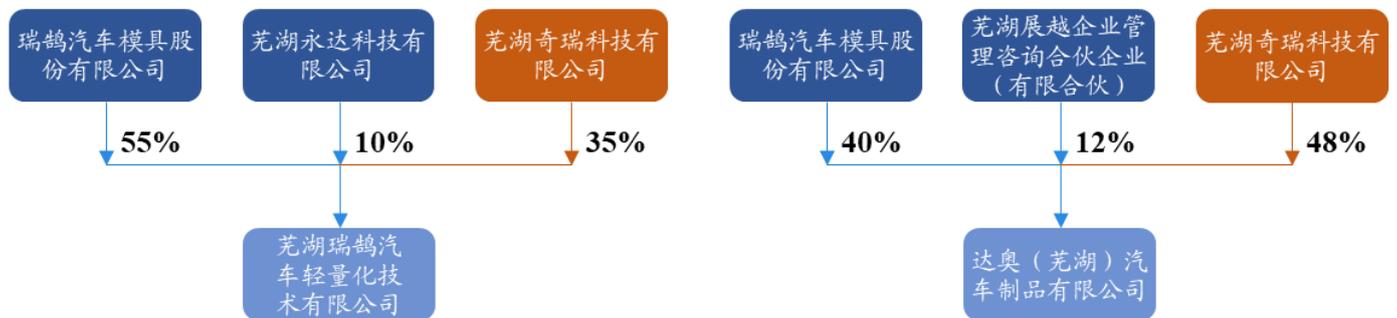
数据来源：智研产业研究院公众号、开源证券研究所

3、轻量化业务、装备制造业务双轮驱动，业务放量可期

3.1、深度绑定奇瑞，或显著受益轻量化零部件放量增长

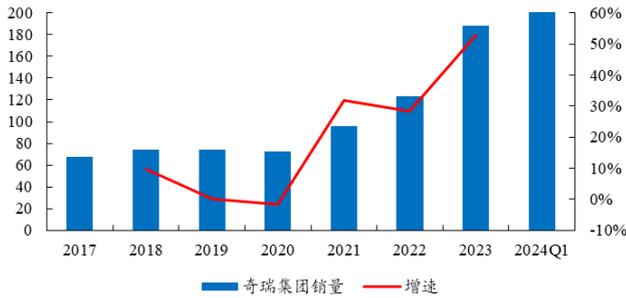
公司入局轻量化领域以来与奇瑞展开了深度合作。2022 年公司与奇瑞科技、永达科技共同投资新能源汽车轻量化零部件项目，设立芜湖瑞鹤汽车轻量化技术有限公司，与奇瑞在汽车轻量化零部件的技术、工艺、装备和产业化发展方面进行协同。2023 年公司与奇瑞科技之全资子公司达奥（芜湖）汽车制品共同投资设立芜湖瑞鹤汽车底盘科技有限公司，使得与奇瑞的合作从轻量化车身零部件进一步拓展至轻量化底盘零部件，使得公司与奇瑞的协同效应进一步增强。

图29：公司入局轻量化领域以来与奇瑞展开了深度合作



资料来源：爱企查官网、开源证券研究所

奇瑞销量提升叠加新产品快速拓展，利好公司轻量化零部件业务。奇瑞集团自 2020 年以来销量快速增长，2023 年销量达到 187.84 万辆，同比增长 52.78%。目前，奇瑞品牌已形成了瑞虎序列、艾瑞泽序列、探索序列、风云序列四大产品序列，打造出燃油+新能源双线产品矩阵，2024 年奇瑞将进一步构建出更完善更丰富的产品矩阵体系，推出 8 款升级迭代燃油车型，5 款全新混动车型，覆盖各细分市场。奇瑞汽车与公司同处于安徽芜湖，地缘相近，合作基础良好，考虑汽车零部件供货半径等因素，公司汽车零部件业务对奇瑞汽车客户占比较高。奇瑞销量提升和产品开拓或将为公司轻量化零部件业务带来增量空间。

图30: 奇瑞集团自 2020 年以来销量快速增长, 2023 年销量达到 187.84 万辆, 同比增长 52.78%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 2024 年 5 月 21 日奇瑞风云推出新豪华中大型电混 SUV 风云 T9


资料来源: 奇瑞官网

车型定点确认叠加产能扩充, 轻量化零部件业务发展空间广阔。公司 2022 年开始介入汽车轻量化零部件业务, 并陆续取得客户多款车型的定点, 2023 年内部分产品已批产供应, 其余产品未来年度将陆续批产供应。公司工厂产能建设按期推进, 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。随着轻量化零部件产能释放, 能进一步提高零部件业务的营收占比, 公司业绩增长确定性较强。

表6: 公司工厂产能建设按期推进, 为后续业务提质扩量提供保障

项目	日期	项目主体	投资额 (亿元)	建设周期	主要产品	满产产能
新能源汽车轻量化零部件项目一期	2022/1/24	瑞鹄轻量化	3.08	-	节能与新能源汽车精密铝合金压铸件	50 万套汽车大型轻量化零部件
新能源汽车精密成形装备及轻量化制件项目	2022/6/17	瑞鹄浩博	2.70	18 个月	汽车高强度板材、轻量化汽车零部件冲压模具、汽车高强度车身轻量化制件、底盘轻量化制件、新能源电池盒轻量化制件	266 套汽车高强度板、轻量化零部件冲压模具 2,261 万件零部件
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)	2022/6/17	瑞鹄模具	4.40	24 个月	轻量化车身覆盖件及关键零部件精密成形装备	288 套轻量化车身覆盖件及关键零部件精密成形装备
新能源汽车轻量化零部件 (有色铸造) 项目二期	2023/3/13	瑞鹄轻量化	3.97	24 个月, 分两个阶段建设	新能源汽车一体化压铸车身轻量化零部件、动力系统精密铝合金压铸件	55 万套汽车大型轻量化铝合金零部件

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、传统业务产能持续扩充叠加客户拓展顺利, 增长确定性强

工厂制造能力升级迭代、产能持续扩充。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; 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。

图32：目前 AGV 产品已应用于汽车及零部件行业，主要客户为奇瑞、东风等企业



资料来源：公司官网

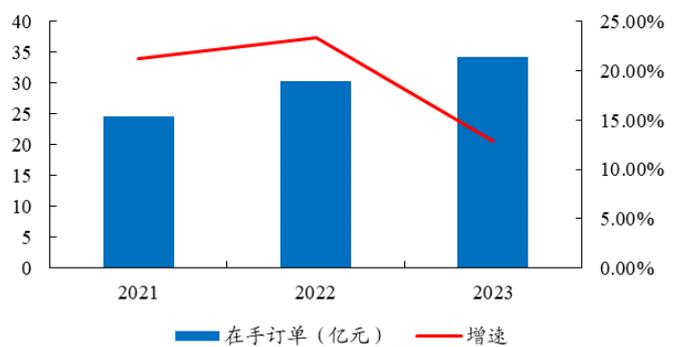
公司进一步拓展传统汽车制造装备业务客户群体，业务量显著增长。2023 年市场开发取得新的成效，国际市场持续突破，与国际主流豪华品牌建立业务合作，陆续开发多个一带一路国家属地化汽车品牌客户；国内市场订单进一步向头部品牌和高潜质品牌客户聚焦，头部传统自主品牌和头部新势力订单占比均持续提升。2023 年公司成功进入劳斯莱斯、沃尔沃欧洲、华晨宝马、印度塔塔、土耳其 Tofas、江淮汽车等整车厂供应链。2023 年公司汽车制造装备业务在手订单 34.19 亿元，同比增长 12.84%。公司在手订单充足，产能利用饱和，汽车制造装备业务收入可预期性强。

图33：首度合作：瑞鹤模具中标宝马某发盖内板项目



资料来源：瑞鹤模具官网

图34：2023 年汽车制造装备业务在手订单 34.19 亿元



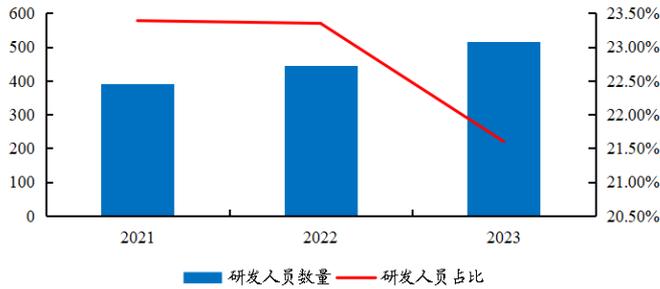
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、高度重视研发创新能力，技术优势突出

公司始终重视自主研发创新能力，研发人员数量及研发费用不断上升。2021-2023 年公司研发人员持续增加，2023 年达到 517 人，公司技术研发人员占比较高且核心技术人员较为稳定，2023 年占到总人数的 21.60%，保证了公司承接大型项目和给客户从设计、研发、生产至售后全流程服务的能力。2021-2023 年公司研发投入不断扩大，2023 年研发投入为 0.97 亿元，研发投入金额占营业收入的比例为

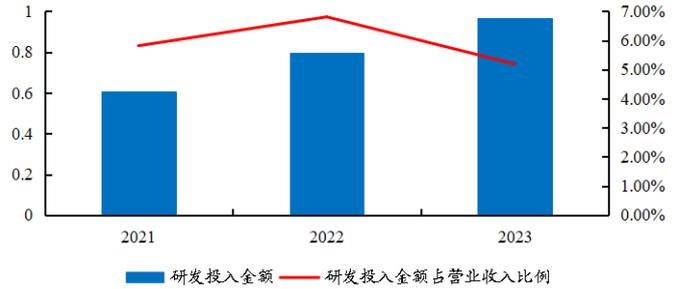
5.19%，位于行业前列。

图35：2021-2023 年公司研发人员持续增加



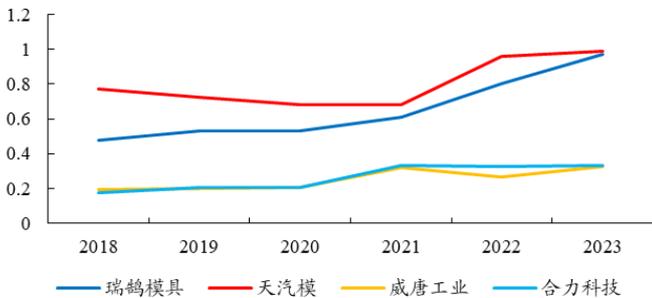
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2021-2023 年公司研发投入金额不断扩大



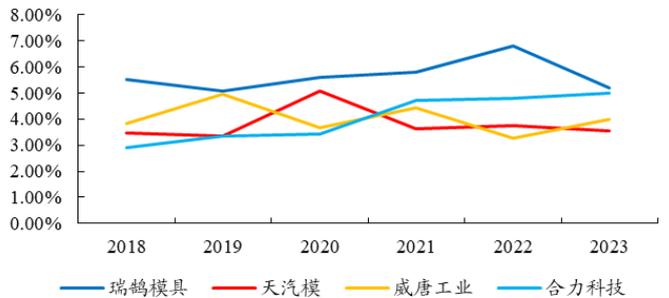
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：2023 年研发投入为 0.97 亿元，略低于天汽模



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2023 年研发费用率为 5.19%，位于行业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司拥有丰富的技术积累，技术成果转化效果显著。目前公司已经实现了CAD/CAE/CAM一体化和模具设计及制造的三维化、集成化和自动化：（1）在覆盖件模具领域形成了复杂异形曲面成形、高精度超净模面加工、轻质化制件开发等专有技术，促进车身造型流线化、面品镜面化、质量轻量化；（2）在智能制造领域形成了离线仿真（OLP）、虚拟调试（VC）等专有技术，实现智能制造柔性产线的高节拍、柔性化、数智化；（3）通过PDM、MES、NC系统的集成应用，实现了公司的技术和管理的信息化、数字化。公司开发出的“汽车模具三维实体CAD/CAE/CAM集成一体化技术”和“汽车模具智能型快速设计和高速加工集成系统”等设计制造核心技术通过省级科技成果鉴定，综合技术水平达到国内领先水平。

4、盈利预测与投资建议

瑞鹄模具为汽车模具龙头，是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的企业。公司起家于汽车装备制造业务，并持续拓展业务布局，入局汽车轻量化零部件领域。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 27.70/39.38/48.80 亿元；总营收增长率分别为 47.6%/42.2%/23.9%，综合毛利率分别为 22.1%/21.9%/22.2%。

(1) 专用设备制造业务

2023 年公司专用设备制造业务营收为 15.52 亿元，预计 2024E/2025E/2026E 该营业收入分别为 19.00/22.42/26.01 亿元。毛利率方面，由于公司模具业务具有规模优势，竞争力显著，因此我们认为毛利率较为稳定，2024E/2025E/2026E 毛利率分别实现 24.50%/24.80%/25.00%。

(2) 汽车零部件及配件业务

2023 年公司汽车零部件业务营收为 2.87 亿元，我们预计 2024E/2025E/2026E 该业务营业收入分别实现 8.71/16.96/22.79 亿元。毛利率方面，我们预计随着产能利用率提升，公司生产效率提升，呈现稳步提升的趋势，2024E/2025E/2026E 毛利率分别为 16.80%/18.00%/19.00%。

表7：瑞鹄模具业绩拆分（单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	18.77	27.70	39.38	48.80
同比	60.70%	47.58%	42.17%	23.92%
毛利率	21.66%	22.09%	21.87%	22.20%
专用设备制造	15.52	19.00	22.42	26.01
同比	36.38%	22.42%	18.00%	16.01%
收入占比	82.69%	68.59%	56.93%	53.30%
毛利率	22.17%	24.50%	24.80%	25.00%
汽车零部件及配件	2.87	8.71	16.96	22.79
同比	1950.00%	203.48%	94.72%	34.36%
收入占比	15.29%	31.44%	43.07%	46.70%
毛利率	14.56%	16.80%	18.00%	19.00%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

瑞鹄模具主营业务为汽车白车身装备制造业务以及汽车压铸/冲压零部件等，我们选取汽车模具及零部件领域可比公司博俊科技、旭升集团、多利科技等进行估值对比。理由如下：（1）博俊科技：公司主营业务为汽车精密模具及零部件，公司主要冲压零部件产品包括转向系统、动力系统、车门系统、电子系统、内饰系统等；（2）旭升集团：公司以模具业务起家，先后切入工业类、新能源汽车类铝压铸件，凭借模具正向开发能力以及铝合金压铸工艺的积累，公司不断拓展下游应用，储能铝压铸件以及铝瓶等新产品逐步量产；（3）多利科技：公司主营业务为汽车冲压零部件及模具。公司冲压零部件产品主要有侧围、轮罩等，冲压模具产品主要有单冲模、多工位模、级进模等。瑞鹄模具估值水平略高于可比公司的平均值，由于公司在汽车模具领域竞争力强，汽车零部件业务收入迎来高增长，客户结构优质，因此估值水平具备合理性。

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.48/4.70/6.10 亿元，对应 EPS 分别为 1.66/2.25/2.91 元/股，当前股价对应 2024-2026 年的 PE 分别为 19.8/14.7/11.3 倍，公司客户结构优质，零部件轻量化业务迎来发展拐点，对此给予“买入”评级。

表8：瑞鹤模具估值水平略高于可比公司平均水平（截至 2024/7/9）

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603305.SH	旭升集团	10.12	0.87	1.09	1.34	11.61	9.27	7.53
300926.SZ	博俊科技	21.65	1.13	1.55	2.07	19.16	13.94	10.46
001311.SZ	多利科技	23.56	2.58	3.14	3.66	9.11	7.51	6.44
	平均					13.3	10.2	8.1
002997.SZ	瑞鹤模具	33.00	1.66	2.25	2.91	19.8	14.7	11.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：旭升集团、博俊科技、多利科技盈利预测来自于 Wind 一致预期，拓普集团盈利预测来自于开源证券研究所）

5、风险提示

重点客户销量不及预期的风险。若公司下游重点客户销量不及预期，可能会对公司业绩构成不利影响。

上游原材料涨价的风险。若上游原材料涨价，会导致公司盈利能力出现波动。

宏观经济波动的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2930	3620	4334	5794	5934
现金	601	842	1442	1536	1854
应收票据及应收账款	285	385	570	729	826
其他应收款	25	25	48	64	68
预付账款	102	164	228	329	362
存货	1490	1774	1546	2556	2189
其他流动资产	427	431	500	580	635
非流动资产	1095	1624	1990	2360	2626
长期投资	185	280	390	522	677
固定资产	365	497	723	946	1066
无形资产	93	131	146	160	177
其他非流动资产	452	716	732	732	706
资产总计	4025	5244	6324	8154	8559
流动负债	2111	2856	3647	5061	4947
短期借款	20	157	173	978	456
应付票据及应付账款	802	1078	1560	1983	2198
其他流动负债	1288	1621	1915	2101	2293
非流动负债	434	475	455	419	345
长期借款	375	381	359	321	244
其他非流动负债	58	94	96	98	100
负债合计	2544	3331	4102	5481	5291
少数股东权益	152	210	231	261	298
股本	184	198	198	198	198
资本公积	555	800	800	800	800
留存收益	520	667	910	1242	1669
归属母公司股东权益	1328	1702	1991	2412	2970
负债和股东权益	4025	5244	6324	8154	8559

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	95	200	938	-285	1210
净利润	145	219	369	500	647
折旧摊销	50	76	97	136	157
财务费用	-1	1	-19	-16	-18
投资损失	-45	-78	-102	-126	-149
营运资金变动	-103	-58	573	-815	537
其他经营现金流	49	40	20	35	37
投资活动现金流	-454	-276	-352	-370	-267
资本支出	235	331	349	365	260
长期投资	-238	42	-110	-132	-155
其他投资现金流	19	13	106	128	147
筹资活动现金流	439	335	14	-39	-83
短期借款	10	137	16	805	-522
长期借款	375	6	-22	-38	-77
普通股增加	0	15	0	0	0
资本公积增加	0	245	0	0	0
其他筹资现金流	53	-68	21	-807	516
现金净增加额	80	260	600	-694	860

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1168	1877	2770	3938	4880
营业成本	894	1470	2158	3077	3797
营业税金及附加	13	17	25	36	45
营业费用	33	41	50	55	59
管理费用	60	91	125	165	195
研发费用	80	97	144	205	254
财务费用	-1	1	-19	-16	-18
资产减值损失	-9	-15	0	0	0
其他收益	35	18	21	23	24
公允价值变动收益	0	-0	0	-0	-0
投资净收益	45	78	102	126	149
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	141	234	385	525	681
营业外收入	4	1	6	5	4
营业外支出	0	4	1	2	2
利润总额	145	231	389	528	683
所得税	-0	12	20	27	35
净利润	145	219	369	500	647
少数股东损益	5	17	21	30	37
归属母公司净利润	140	202	348	470	610
EBITDA	193	303	467	648	821
EPS(元)	0.67	0.97	1.66	2.25	2.91

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.8	60.7	47.6	42.2	23.9
营业利润(%)	12.7	65.5	64.5	36.3	29.7
归属于母公司净利润(%)	21.5	44.4	72.1	35.1	29.7
获利能力					
毛利率(%)	23.5	21.7	22.1	21.9	22.2
净利率(%)	12.0	10.8	12.6	11.9	12.5
ROE(%)	9.8	11.4	16.6	18.7	19.8
ROIC(%)	8.1	9.2	13.1	12.5	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	63.2	63.5	64.9	67.2	61.8
净负债比率(%)	-10.8	-10.5	-33.7	-2.3	-29.8
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	4.3	5.8	6.0	6.3	6.5
应付账款周转率	2.4	2.8	3.0	3.2	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.97	1.66	2.25	2.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.96	4.48	-1.36	5.78
每股净资产(最新摊薄)	6.03	8.00	9.38	11.39	14.05
估值比率					
P/E	49.3	34.2	19.8	14.7	11.3
P/B	5.5	4.1	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	32.9	21.6	12.9	10.4	7.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn