

## 永茂泰 (605208.SH)

## 强烈推荐 (首次)

## 布局铝合金与铝压铸，未来前景可期

周期/金属及材料  
当前股价: 10.56 元

公司经营管理向好，产能布局不断拓展，产品与客户结构持续优化，2024 - 2026 年业绩有望持续释放。

## 基础数据

总股本 (百万股)	330
已上市流通股 (百万股)	330
总市值 (十亿元)	3.5
流通市值 (十亿元)	3.5
每股净资产 (MRQ)	6.4
ROE (TTM)	1.8
资产负债率	42.7%
主要股东	徐宏
主要股东持股比例	30.91%

□ **多元布局，协同发展优势显著。**公司从事汽车用再生铝合金业务已有 30 多年，从事汽车零部件业务已有 20 多年。自成立以来，公司不断优化发展模式。在股权结构上，历经变化，经营愈发稳健。公司积极布局上下游产业，从废铝回收、汽车用铸造再生铝合金和汽车零部件生产、铝危废运输和资源化利用的上下游一体化全产业链低碳循环，多地生产基地协同运作，在资源调配、成本控制等方面展现出强大的协同效应，为公司多元发展奠定坚实基础。

□ **铝合金技术与产能双优，客户结构完善。**永茂泰的铝合金业务在营收上表现亮眼，2024 年上半年毛利和毛利率回升，盈利能力提升。产能布局合理且有序推进，已建成部分产能，在建项目稳步开展，充足的产能为满足市场需求提供保障。凭借优质的产品和服务，公司与众多知名车企建立了紧密的合作关系，客户资源优质且稳定，进一步巩固了其在铝合金市场的领先地位，在行业内具备较强的话语权和市场影响力。

□ **轻量化驱动汽车零部件发展，前景广阔。**汽车零部件业务营收稳步增长，2019 - 2023 年复合增长率为 9.2%，营收占比整体上升，在公司业务中的重要性日益凸显。公司积极拥抱行业变革，加快一体化压铸布局，加速新产品开发，展现出强大的创新能力和对行业趋势的敏锐洞察力。通过不断提升产品质量和服务水平，公司与客户建立了长期稳定的合作关系，能够根据市场需求及时调整产品结构，凭借其不断优化的结构和积极的战略布局，在汽车零部件市场具备广阔的发展前景和强大的市场竞争力。

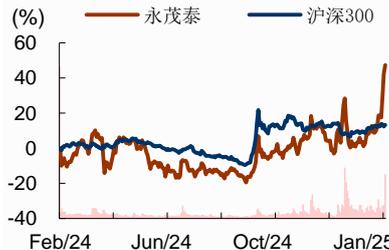
□ **近日公司公告员工持股计划。**这将有助于提高管理层积极性。计划资金总额不超过 2,160.90 万元，对应股份数上限为 5,456,828 股。首批参加员工包括董监高不超过 125 人。

□ **首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 0.39/0.68/1.02 亿元，对应 PE 分别为 89/52/34 倍，给予“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**宏观经济收缩、汽车行业内卷严重、客户集中度较高、原材料及产品价格波动风险、资金风险、套期保值业务风险。

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	38	70	61
相对表现	35	52	48



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

汪刘胜 S1090511040037  
wangls@cmschina.com.cn  
刘伟洁 S1090519040002  
liuweijie@cmschina.com.cn  
杨献宇 S1090519030001  
yangxianyu@cmschina.com.cn

## 财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3534	3536	3960	5019	6373
同比增长	7%	0%	12%	27%	27%
营业利润(百万元)	104	28	35	76	119
同比增长	-65%	-73%	25%	119%	56%
归母净利润(百万元)	94	31	39	68	102
同比增长	-59%	-67%	26%	73%	50%
每股收益(元)	0.29	0.09	0.12	0.20	0.31
PE	37.0	112.7	89.3	51.5	34.3
PB	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、铝合金铸造领域，国内领军企业	4
1、从创立走向壮大，在铝合金全产业链积极奋进	4
2、专注铝合金业务，发力汽车零部件，构建多元业务体系	5
二、铝合金业务：盈利能力回暖，深耕客户效果显著	8
1、铝合金营收稳定提升，技术创新完善研发体系	8
2、布局一体化产业链，客户开拓成效显著	10
（1）铝合金产能建设稳步推进，规模效应逐步显现	10
（2）以销定产模式与大客户铝合金液直供具有创新优势	11
三、汽车轻量化需求旺盛，零部件业务不断开拓	12
1、汽车轻量化趋势加强，铝合金用量提升	12
2、零部件产品发展稳定，客户结构不断优化	13
四、投资建议	16
五、风险提示	18

## 图表目录

图 1：公司发展历程一览图	4
图 2：汽车零部件的工件压铸冷却设备	5
图 3：汽车零部件的工件飞边铣削夹具	5
图 4：各业务营业收入（单位：万元）	6
图 5：新能源汽车零部件	6
图 6：重力铸造产品	6
图 7：公司主要客户	7
图 8：2019-2024 年前三季度营业收入（亿元）	8
图 9：2019-2024 年前三季度归母净利润（亿元）	8
图 10：2019-2024 年前三季度期间费用率	8
图 11：2019-2024 年前三季度毛/净利率	8
图 12：2020-2024 年公司铝合金业务营业收入（亿元）	9
图 13：2020-2024 年公司铝合金业务毛利以及毛利率（亿元）	9
图 14：2020-2024 年公司各业务占比（亿元）	9

图 15: 2020-2024 铝合金锭产销情况 (亿元) .....	11
图 16: 2020-2024 铝合金液产销情况 (亿元) .....	11
图 17: 轻量化发展技术路线 2.0.....	12
图 18: 单车用铝量未来规划 (单位: 千克) .....	13
图 19: 2019-1H2024 汽车零部件营收及占比 (亿元) .....	14
图 20: 2019-1H2024 汽车零部件毛利及毛利率 (亿元) .....	14
图 21: 永茂泰历史 PE Band.....	17
图 22: 永茂泰历史 PB Band.....	17
表 1: 公司铝合金业务产能布局 .....	10
表 2: 减重对于乘用车能效提升的效果 .....	12
表 3: 公司产品图 .....	13
表 4: 公司主要经营数据预测.....	16
附: 财务预测表.....	19

# 一、深耕车用铝三十余年 打造一体化全产业链协同发展

## 1、从创立走向壮大，在铝合金全产业链积极奋进

上海永茂泰汽车科技股份有限公司是一家专注于汽车用铝合金和汽车用铝合金零部件的研发、生产及销售的公司。公司深耕汽车用再生铝合金三十多年，已从汽车用高性能铸造铝合金的生产商和销售商，发展成以汽车用高性能铸造铝合金原料供应为基础，重点向下游汽车用铝合金精密零部件铸造、加工和销售转型的综合性企业集团。公司拥有上海青浦、安徽广德、山东烟台和四川成都四个生产基地、八家生产工厂。

公司自 1987 年始创于浙江永康，2002 年成立上海永茂泰，2003 年成立上海零部件，2008 年建成首条自动化压铸生产线，产能突破 50 万件/年。2011 年启动新能源汽车零部件研发，布局轻量化技术。2015 年设立上海研发中心，开发高强韧铝合金材料（抗拉强度  $\geq 300\text{MPa}$ ）。2017 年成为蔚来、比亚迪供应商，切入新能源赛道。2021 年 3 月登陆上交所主板，募资 6.3 亿人民币。2022 年启动一体化压铸技术研发，规划 6000T 以上超大型压铸机导入。2023 年与宁德时代合作开发电池包壳体，切入动力电池结构件市场。

2023 年以来，面对复杂多变的市场环境和日趋激烈的竞争格局，公司迎难而上、破难而进，坚定铝合金全产业链绿色低碳发展布局，抢抓汽车轻量化智能化发展机遇，不断加大新技术、新产品研究，加强新客户开发。

图 1：公司发展历程一览表



资料来源：公司官网、招商证券

**产品研发成果丰硕，创新能力显著增强。**2023 年以来，公司持续加强技术研究、加快新技术领域产品开发，共获得 24 项专利授权，其中免热处理材料专利，制作了材料卡片，参与了部分客户材料试制；已提交尚未授权的在审专利申请 27 项，其中，一体化压铸相关设备 1 项，一体化压铸材料成型工艺 1 项，新能源汽车电路控制系统用铜排相关设备 3 项，铝灰渣处置和资源化利用工艺及相关设备 4 项，新能源汽车驱动系统部件相关工艺 2 项，新能源汽车零部件质量检测方法 1 项，其余分别为其他汽车零部件和铝合金生产工艺或设备。2023 年，公司还启动立项包括大众、上汽通用、上汽粉末冶金、蔚来、骆驼、博格华纳、大

陆制动系统、瑞鹄、达奥、联合汽车电子等 10 多个客户 50 多个零部件的开发工作，有 30 多个零部件通过客户的 PPAP 认可，其中 20 多个零部件已进入 SOP 阶段；开发模具约 100 套，其中 80 多套完成验收。

**公司产能逐步提升，形成全产业链整体解决方案。**截止 2023 年底已建成汽车用铝合金产能 27.3 万吨（其中在运行 23.7 万吨，另有 3.6 万吨在办理各项验收等手续），汽车零部件 2,500 万件以上，铝危废处置产能 3.3 万吨，已形成废铝回收、汽车用铸造再生铝合金和汽车零部件生产、铝危废运输和资源化利用的上下游一体化全产业链低碳循环，可以为客户提供从材料到零部件开发和生产、再到铝危废运输和处置的全产业链整体解决方案，提升了公司在汽车产业链中的业务覆盖面和市场地位。

图 2：汽车零部件的工件压铸冷却设备

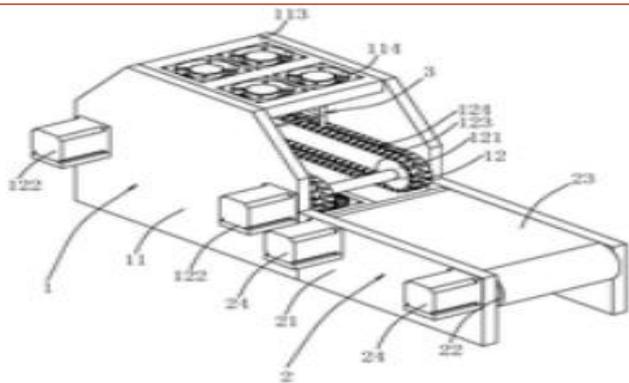
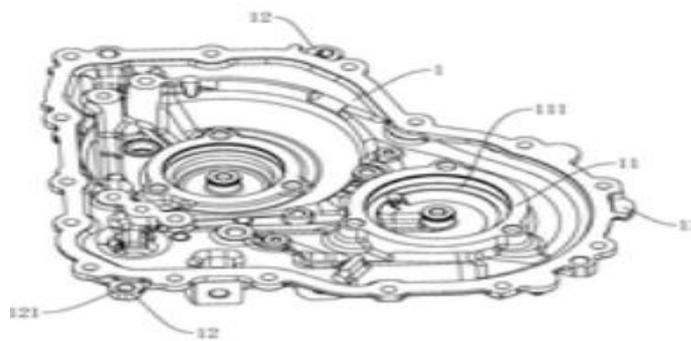


图 3：汽车零部件的工件飞边铣削夹具



资料来源：专利顾如官网

资料来源：专利顾如官网

## 2、专注铝合金业务，发力汽车零部件，构建多元业务体系

永茂泰的主营业务分为铝合金业务和汽车零部件业务两个板块，形成了以“**铝合金+汽车零部件**”为主业、上下游一体化发展的业务格局。其中汽车用铸造再生铝合金包括铝合金锭、铝合金液；汽车零部件包括燃油汽车零部件、新能源汽车零部件，同时公司开展废铝回收和铝灰渣资源化利用业务，已形成废铝回收、汽车用铸造再生铝合金和汽车零部件生产、铝危废运输和资源化利用的上下游一体化全产业链低碳循环，现主要有上海、安徽、四川、重庆、山东等生产基地。

**铝合金锭业务：**通过熔炼、成分调整、精炼等工序生产，主要用于燃油汽车和新能源汽车的发动机缸体、缸盖、油底壳等关键部件。2023 年年报显示，铝合金锭业务收入为 14.7 亿元，毛利率为 1.7%，营收同比变动为-2.7%。

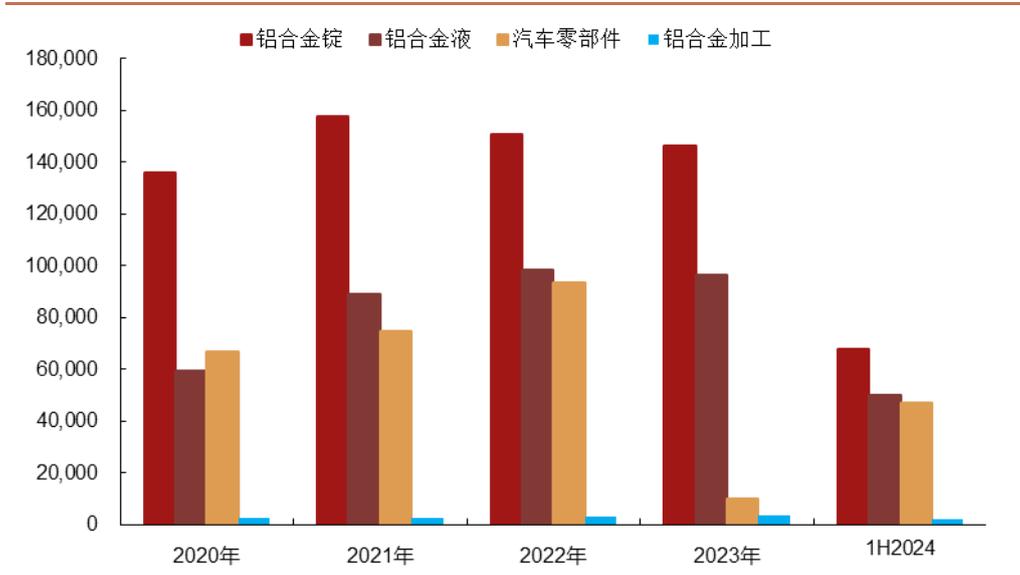
**铝合金液业务：**采用先进生产模式直接供应给客户，省去客户二次重熔工序，主要客户包括皮尔博格、科尔本、一汽铸造等。2023 年年报显示，铝合金液业务收入为 9.6 亿，毛利率为 4.8%，营收同比变动为+6.9%。

**汽车零部件业务：**涵盖燃油汽车和新能源汽车的多种铝合金铸件，如发动机缸体、缸盖、支架、涡轮增压壳体等，以及新能源汽车电池包组件、电机端盖等，具备年产 2500 万件以上的生产能力，主要客户包括上汽大众、上汽通用等整车企业。2023 年年报显示，汽车零部件业务收入为 10.0 亿元，毛利率为 12.7%，营收同比变动为+6.9%。

**铝合金加工业务：**提供铝合金受托加工服务，将客户生产过程中产生的废料加工

成铝合金液或铝合金锭，并交还客户，同时向客户收取加工费。2023 年年报显示，铝合金加工业务收入为 0.3 亿元，毛利率为 22.49%，营收同比变动为+15.8%。

图 4：各业务营业收入（单位：万元）



资料来源：公司年报、招商证券

永茂泰主要通过压铸、浇铸和机加工等工艺生产汽车用铝合金零部件，产品包括发动机下缸体、油底壳、空调压缩机缸体等精密铝合金零部件。公司与一汽大众、上汽集团、上汽通用、上汽大众、长安马自达等主要整车厂商建立了稳定的战略合作关系，具备了与知名整车厂的同步开发能力。永茂泰在新能源汽车用铝合金零部件领域取得了较大进展，新产品如模组支架、电池包前端板等逐步实现量产。

图 5：新能源汽车零部件



资料来源：公司官网、招商证券

图 6：重力铸造产品



资料来源：公司官网、招商证券

客户结构不断优化，新能源占比稳中有升。2023 年以来，我国汽车市场竞争进入白热化，车企间价格战此起彼伏。公司两大主营产品铝合金及零部件都面临下游部分主要客户需求减少和价格低迷的产业环境。面对严峻的市场压力，公司积极加大客户开发力度，抢占存量市场、开拓增量市场。公司与皮尔博格、科尔本、一汽铸造、苏州三电、长安马自达等铝合金客户，以及上汽通用、上汽大众、上海汽车、一汽大众、华域三电等零部件客户长期紧密合作，是上汽通用、上汽大众、上海汽车、一汽大众的一级供应商。公司与皮尔博格、科尔本、一汽铸造采用了铝合金液厂内直供合作模式，同时根据客户新增项目配套新建铝合金产能，双方形成了相互依赖、相互促进的合作关系，合作规模不断扩大，并开展同步研发合作，带动了公司铝合金业务规模和技术水平的提升。公司铝合金业务还开拓

了晋拓、文灿、舜富、佳合朔、金澄、遵航、瑞鹤、爱仕达等优质客户，未来需求量将逐步提升，扩大合作规模。公司汽车零部件与上汽通用、上汽大众、上海汽车、一汽大众、华域三电等主要整车和零部件厂商建立了稳定的战略合作关系，并开拓了联合汽车电子、博格华纳、大陆制动系统、华域麦格纳、伊控动力等优质客户，同步开发、共同发展，为客户向新能源汽车转型提供从铝合金材料到零部件的产业链配套。公司汽车零部件配套大众 MEB 和通用 BEV3 新能源车型平台，合作广度在扩大，并开发了新势力车企。

铝合金客户一汽铸造、文灿、舜富、金澄、遵航、瑞鹤、佳合朔、爱仕达等，零部件客户博格华纳、大陆制动系统、联合汽车电子、伊控动力等销量均逆势增加，2023 年，公司共销售铝合金产品约 18.9 万吨，同比增长约 12.2%；销售零部件产品约 2527.0 万件，同比增长约 2.5%；此外，公司在巩固传统燃油车零部件市场份额的同时，重点加大对新能源客户的开发力度，部分零部件产品直接或间接配套比亚迪、蔚来、理想、小鹏、零跑、吉利、奇瑞、小米、赛力斯等新能源车企，新能源汽车零部件收入占公司零部件板块收入比例超过 20.0%。公司产品结构、客户结构进一步完善，综合竞争力进一步增强。

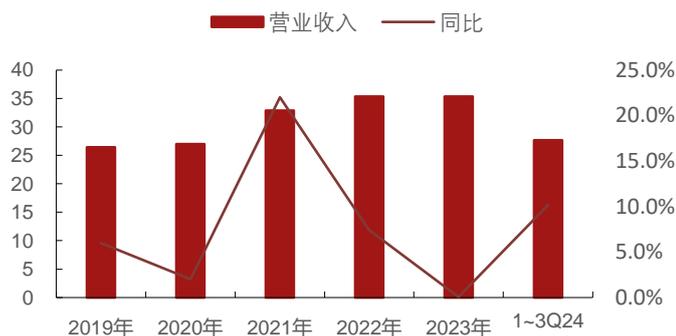
图 7：公司主要客户



资料来源：公司年报、招商证券

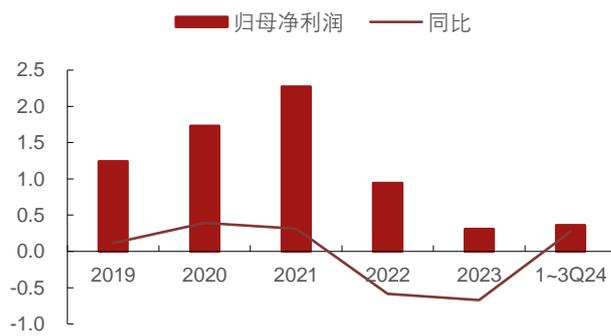
公司 2019 年营业收入为 26.4 亿元，2023 年营业收入为 35.4 亿元，复合增长率为 +7.6%。2024 年前三季度营业收入为 27.6 亿元，同比增长 10.2%，增长显示出一定的复苏迹象。2019 年归母净利润为 1.2 亿元，2023 年归母净利润仅为 0.3 亿元，复合增长率为 -29.4%。2024 年前三季度，归母净利润回升至 0.4 亿元，同比增长 27.3%，但仍未恢复到 2019-2021 年的水平。2024 年前三季度毛利率、净利率分别为 5.9%、1.3%。2024 年前三季度的期间费用率为 5.5%，其中销售\管理\研发\财务费用率分别为 0.1%\2.1%\2.5%\0.8%。

图 8：2019-2024 年前三季度营业收入（亿元）



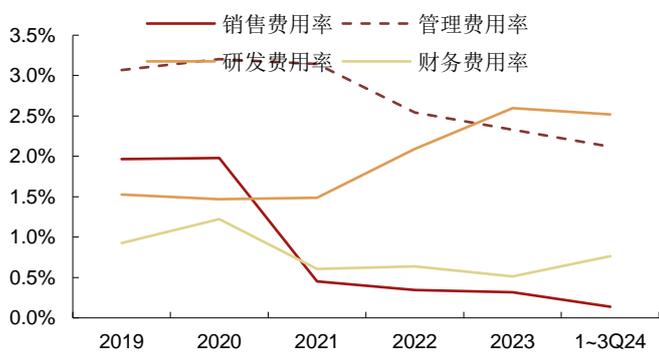
资料来源：公司报告、招商证券

图 9：2019-2024 年前三季度归母净利润（亿元）



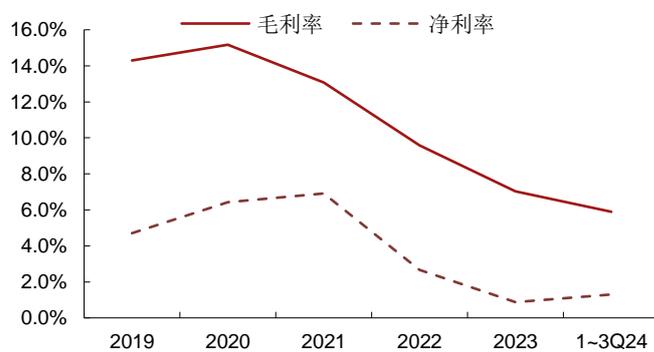
资料来源：公司报告、招商证券

图 10：2019-2024 年前三季度期间费用率



资料来源：公司报告、招商证券

图 11：2019-2024 年前三季度毛/净利率



资料来源：公司报告、招商证券

## 二、铝合金业务：盈利能力趋向回暖，深耕客户效果显著

### 1、铝合金营收稳定提升，技术创新完善研发体系

在汽车产业大发展和汽车轻量化发展趋势的背景下，公司所从事汽车用铸造再生铝合金，具有广阔的市场前景。2022 年 11 月，工信部、生态环境部等三部门联合印发《有色金属行业碳达峰实施方案》，提出要完善再生有色金属资源回收和综合利用体系，引导在废旧金属产量大的地区建设资源综合利用基地，布局一批区域回收预处理配送中心。2023 年，我国再生铝产量 950 万吨，同比增长 9.83%，根据《“十四五”循环经济发展规划》《减污降碳协同增效实施方案》及《工业领域碳达峰实施方案》，目标 2025 年再生铝产量达到 1,150 万吨。公司所布局的从废铝回收、汽车用铸造再生铝合金和汽车零部件生产到铝危废运输和资源化利用的上下游一体化全产业链符合国家发展战略。

公司铝合金业务为以纯铝、废铝、硅、铜、镍等为主要原材料，通过熔炼、成份调整、精炼等生产工序，生产各种牌号的铸造再生铝合金锭和铝合金液，主要用于燃油汽车发动机缸体、缸盖、油底壳、支架、活塞、涡轮增压壳体、变速箱端盖等。

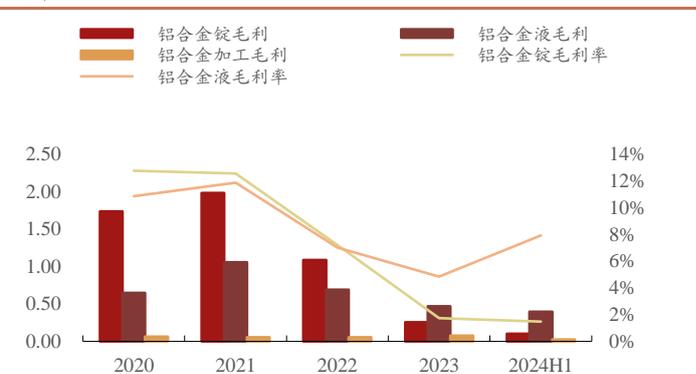
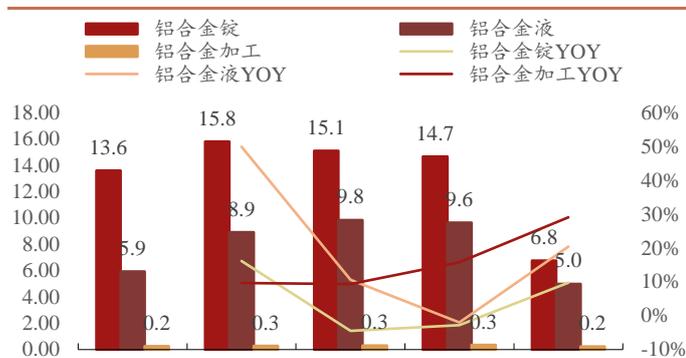
公司铝合金业务营业收入稳步增长，2022 年以来铝合金业务营业收入占总营业

收入比重维持在 70% 上下。2019 - 2023 年公司铝合金业务营收（包含铝合金锭和铝合金液业务）从 19.5 亿元增长至 24.3 亿元，年复合增长率 5.7%；进入 2024 年上半年，铝合金锭以及铝合金液业务发展稳健，营收分别达到 6.76 亿元、4.98 亿元，同比增长分别为 9.77%、20.88%，主要得益于公司持续加大客户开发力度，不断优化客户结构。

**公司积极优化管理机制，扭转毛利下滑趋势。**2020-2023 年公司毛利及其毛利率下行，其中铝合金锭毛利为 1.73/1.98/1.09/0.25 亿元，毛利率从 2020 年的 13% 降至 2023 年的 2%；铝合金液毛利分别为 0.64/1.05/0.69/0.47 亿元，这一趋势主要受汽车降价促销影响，终端降价向产业链上游传导，公司产品定价主要采用“铝基价+加工费”模式，加工费下降，导致营业能力承压。进入 2024 年上半年，铝合金锭和铝合金液的毛利分别为 0.10/0.39 亿元，同比增加 63%、128%，主要得益于公司推进精益生产、采取各项措施降本增效，盈利水平提高。

图 12: 2020-2024 公司铝合金业务营业收入 (亿元)

图 13: 2020-2024 公司铝合金业务毛利以及毛利率 (亿元)



资料来源: 公司数据、招商证券

资料来源: 公司数据、招商证券

图 14: 2020-2024 公司各业务占比 (亿元)



资料来源: 公司数据、招商证券

公司作为国内领先的车用铸造再生铝合金生产企业，技术水平稳居行业第一梯队。公司持续加强技术研究、加快新技术领域产品开发。截至 2023 年底，公司及控股子公司拥有有效授权专利 140 项，其中发明专利 28 项、实用新型专利 112 项。公司成功研发了多种高性能铝合金材料，包括高延伸率高强度铸造 Al-Si 合金(免

热处理材料，用于汽车大型部件一体化压铸）、高强韧压铸铝合金（免热处理材料，用于汽车发动机油底壳）、耐热耐磨 Al-Si-Cu-Ni 铝合金（用于汽车发动机活塞、汽车刹车盘）、高弹性模量高塑性铝-硅系铸造合金（用于汽车制动卡钳），以及蓄热式熔炼炉生产工艺、旋转除气工艺、铝合金纯净度控制工艺等生产技术。

公司生产的汽车用铝合金和汽车零部件主要用于汽车发动机、空调压缩机、变速箱及新能源汽车电池、电机、电控等相关核心零部件，其需在严苛的工作条件下进行长时间的稳定运行，对材料性能要求较高，且制造工艺复杂、精密度高，需要具备较强的技术水平作为支撑。公司具备与大众、通用等知名整车厂的同步开发能力，能从铝合金新材料研发、模具设计制造、铸造技术方案、机加工技术方案等专业角度提出改进建议。

公司于 2015 年被认定为“上海市企业技术中心”，2018 年被认定为“安徽省企业技术中心”，并与上海理工大学、上海交通大学、沈阳航空航天大学建立研发合作，并享有技术成果的知识产权权利。同时，公司注重技术人才引进，并建立了完善的研发管理制度和激励机制，鼓励研发人员积极创新。

## 2、布局一体化产业链，客户开拓成效显著

### （1）铝合金产能建设稳步推进，规模效应逐步显现

公司推进落实项目建设，产业链日趋完善。截至 2024 年上半年，公司已建成铝合金产能 27.3 万吨，其中在运行产能 23.7 万吨，包括铝合金锭 10 万吨、铝合金液 13.7 万吨，这一产能布局不仅为公司提供了坚实的生产基础，也为满足市场需求提供了有力保障。

在新增产能方面，公司在安徽广德的 16 万吨高性能铝合金项目已完成规划、立项、土地招拍挂、环评、能评等项目前期工作，其中一期 3.6 万吨产能顺利建成。此外，今年 8 月份公司全资子公司宁波永茂泰与宁波拓普集团就在宁波杭州湾开展铝液直供与生产废料综合处置利用业务签订《铝液供应合作协议》，计划在宁波杭州湾开展铝液直供与生产废料综合处置利用业务，年纲领采购量为 15 万吨，这一合作将进一步提升公司的产能规模和市场竞争力。

表 1：公司铝合金业务产能布局

产品类别	所属公司	所在地	年产能 (万吨)	主要客户	主要用途
铝合金锭	安徽铝业	安徽广德	10	华域皮尔博格 苏州三电 长安马自达	汽车发动机缸体、缸盖、车身结构件、5G 散热器基板汽车空调压缩机缸体、缸盖汽车发动机缸体。
		安徽广德（在建）	10	-	-
	安徽铝业	安徽广德	8	华域皮尔博格	汽车发动机缸盖
安徽广德（在建）		6	-	-	
铝合金液	四川铝业	四川成都	3.5	一汽铸造	汽车发动机缸体
	永茂泰	上海嘉定	1.2	华域科尔本	汽车发动机活塞
	重庆新材	重庆江北	1	华域科尔本	汽车发动机活塞

资料来源：公司公告，招商证券

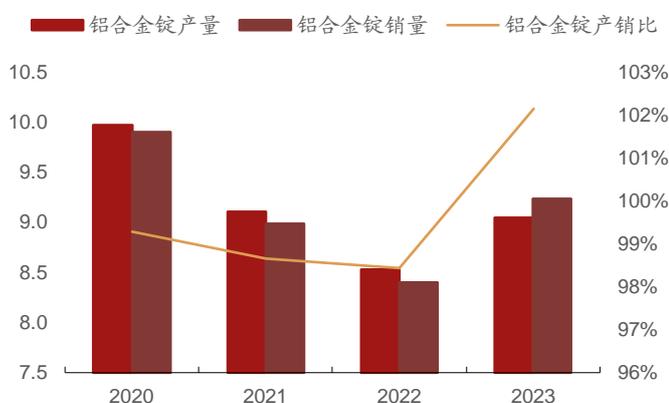
公司持续发展再生铝合金业务，加大废铝采购量，完成铝屑、铝灰资源综合利用布局，安徽环保公司全年共处置铝灰约 3 万吨，包括一次灰、二次灰和环保灰；安徽运输公司取得了危废省内、跨省转移审批手续，开展了铝屑、铝灰渣等危废转移业务，有效解决了子公司及客户公司的危废转移处理问题，提高了客户满意度；安徽运输公司开展的铝危废运输和铝合金液远程运输直供，也使公司铝合金液不再局限于厂内直供、铝合金液对外运输销售成为现实，大大促进公司铝合金液业务拓展和规模扩张，公司在安徽已与多家客户开展铝液直供洽谈或合作，进一步巩固和完善了公司废铝回收、汽车用铸造再生铝合金和汽车零部件生产、铝危废资源化利用上下游一体化产业链，提高公司的核心竞争力及抗风险能力。

## (2) 以销定产模式与大客户铝合金液直供具有创新优势

公司铝合金业务主要采取以销定产的生产模式，即根据客户订单要求，制定生产计划，安排规模化生产。此模式提高生产效率的同时，降低库存成本，增强了公司的市场响应速度。

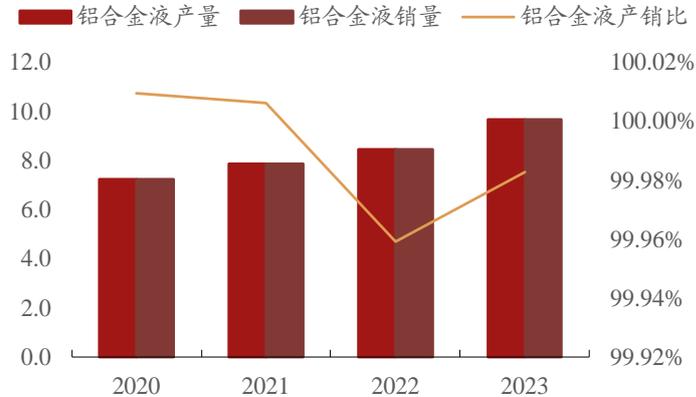
与传统的铝合金锭销售的供货模式相比，铝合金液销售省去了客户二次重熔铝合金锭的熔炼工序，可以减少客户对熔炼设备和工人的投入，避免铝合金锭重熔造成的材料和能源损耗，并能有效防止由于铝合金锭重熔所造成的质量波动，为铸造工序提供更可靠的原料，同时可以减少客户铝合金锭的采购库存及对客户流动资金的占用，是较为先进的铸造行业铝原料的供应方式。2020-2024 年，公司铝合金液的产销率始终保持在 100%。

图 15: 2020-2024 铝合金锭产销情况 (亿元)



资料来源: 公司数据、招商证券

图 16: 2020-2024 铝合金液产销情况 (亿元)



资料来源: 公司数据、招商证券

公司积极加大客户开发力度，抢占存量市场、开拓增量市场。公司铝合金客户主要为一汽铸造、文灿、舜富、金澄、遵航、瑞鹤、佳合朔、爱仕达等。通过与客户建立长期稳定、互相依赖的合作关系，公司不仅能够确保稳定的收入和盈利，还能进一步提升自身的综合竞争力。特别是与皮尔博格、科尔本、一汽铸造等大客户开展铝合金液配套厂内直供合作，供应量达到了皮尔博格 8 万吨、科尔本 2.2 万吨、一汽铸造 3.5 万吨，这些优质大客户对公司发展至关重要。

### 三、汽车轻量化需求旺盛，零部件业务不断开拓

#### 1、汽车轻量化趋势加强，铝合金用量提升

轻量化能有效提升汽车能效，对节能减排具有重大意义。汽车轻量化是在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。对于整车轻量化，不同的零部件都可以有不同程度的贡献，车身、内外饰、动力系统的轻量化对于汽车行驶过程中减少能耗具有非常重要的意义。轻量化作为汽车节能的关键技术之一，有显著的节能效果。汽油乘用车减重 10%可以减少 3.3%的油耗，减重 15%可以减少 5%的油耗；对于柴油乘用车，则可以分别相应减少 3.9%和 5.9%的油耗。轻量化同样对电动车（包括插电式混合动力车）有较好的节能效果。减重 10%和 15%分别可以减少 6.3%和 9.5%的电能消耗。此外，轻量化零部件的运用可以减轻车身重量，进而减少由惯性带来的制动距离，较好改善车辆行驶安全性，并能提升操作性能和加速性能从而带来更好的驾驶舒适度。受益于汽车行业的快速发展及消费者对汽车性能要求的不断提升，轻量化汽车的市场需求持续上涨。

表 2: 减重对于乘用车能效提升的效果

项目	减重 10%		减重 15%	
	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	3.3%	6.5%	5.0%	10.0%
柴油	3.9%	6.3%	5.9%	9.5%
EV	6.3%	-	9.5%	-
PHEV	6.3%	-	9.5%	-

资料来源：爱柯迪招股书、The Aluminum Association、招商证券

燃油乘用车和纯电乘用车均有轻量化需求。根据 2020 年 10 月发布的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，到 2030 年，燃油车整体轻量化系数比 2020 年降低 18%，而纯电动车整车轻量化系数需降低 25%；到 2035 年，燃油车整体轻量化系数比 2020 年降低 25%，而纯电动车整车轻量化系数需降低 35%。在新能源汽车市场，轻量化技术高度契合新能源汽车发展趋势，有助于提高电池续航里程和整车效率。

图 17: 轻量化发展技术路线 2.0



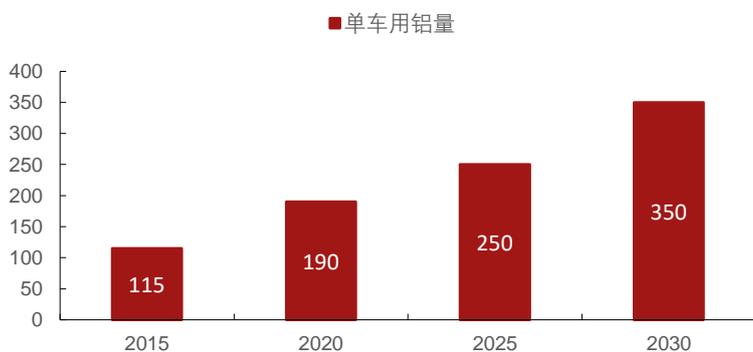
资料来源：《节能与新能源汽车发展路线图 2.0》、招商证券

铝合金应用于车身时，可以大大减轻重量。近年来汽车生产呈现轻量化、节能化趋势，铝材成形性、生产性能和钢材十分接近，但密度仅是钢的 34%，使用铝合金代替钢铁材料是汽车制造商采用的主要减重手段之一。铝合金减重率相比高强度钢材更加显著，一般铝合金零件经过一次减重，效果可达 30%~40%；制动

系统与悬架等主要零部件经二次减重，效果可达到 50%。使用铝代替传统钢可以减轻 50% 的体重，使整车质量减轻了 30%。除了减轻重量外，车辆制造中还需要高强度、可焊接性和可成型性；铝合金在侵蚀性工作条件下的性能远高于从传统钢获得的部件，是将腐蚀、强度和刚性等特性结合到同一产品上的最佳材料。与其他汽车轻量化材料相比，铝合金材料综合性价比要高于镁合金、塑料和碳纤维复合材料，在应用技术成熟度、安全性、循环再生利用等方面具有综合优势。

根据《节能与新能源汽车发展路线图》，我国未来单车用铝量将不断提高。预计 2025 年单车用铝量达 250kg，2030 年单车用铝量达 350kg。铝合金自进入汽车工业领域后迅速发展，由最初的散热器、车轮拓展到缸体、发动机罩、车身等部位，应用领域逐渐扩大，汽车用铝合金零部件及铝合金量不断增长。根据阿拉丁 (ALD) 数据，2023 年，我国交通运输业用铝量约 526 万吨，同比增长约 20.9%。

图 18: 单车用铝量未来规划 (单位: 千克)



资料来源: 电车资源、《节能与新能源汽车发展路线图》、招商证券

## 2、零部件产品发展稳定，客户结构不断优化

公司零部件产品涵盖燃油车和新能源汽车。公司汽车零部件产品主要为：燃油汽车发动机缸体、缸盖、油底壳、支架、涡轮增压壳体、变速箱端盖等；新能源汽车电池包横梁构件、模组支架、电机端盖、逆变器壳体、减速器壳体等；以及汽车空调压缩机缸体、缸盖、支架、制动卡钳等铝合金铸件及高压连接铜排 (Busbar) 等。汽车用铸件一般形状较为复杂、厚薄不均，且部分汽车用铸件在强度、耐磨度、安全性等方面有特殊要求。对企业的研发能力、模具设计制造能力、铸造工艺、机加工能力以及后期检验有着极高的要求。公司生产汽车零部件的工艺主要为压铸、浇铸和机加工等，且已经掌握了真空铸造技术、流量监控水冷技术、原液喷涂技术、局部挤压技术、挤压铸造技术、异常监控技术、智能集约化机加工生产线的运用技术、精确追溯系统的运用技术等。

表 3: 公司产品图

主要产品类别	典型产品图例	主要产品类别	典型产品图例
汽车发动机下缸体		汽车变速箱端盖	

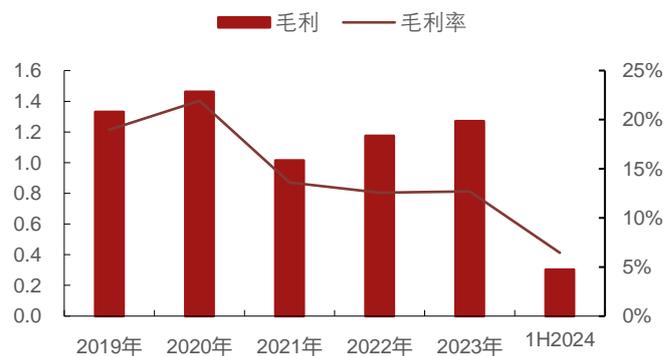
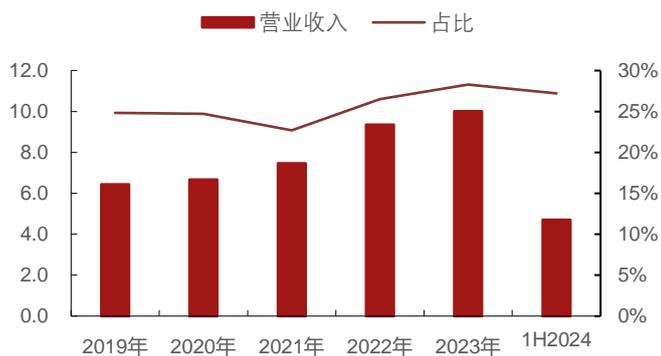


资料来源：公司招股说明书、招商证券

公司汽车零部件营业收入稳步增长，2022 年以来汽车零部件营业收入占总营业收入比重保持在 26% 以上。2019-2023 年公司零部件营收从 6.4 亿元增长至 10.0 亿元，年复合增长率 9.2%。2019-2021 年零部件营收占总营收 22% 以上；2022 年到 2024 年上半年零部件营收占总营收比重达到 26% 以上，2024 年上半年营收占比为 27.2%。零部件营收占比整体呈现上升趋势。2019-2023 年公司毛利分别为 1.3、1.5、1.0、1.2、1.3 亿元。其中，2021 年产生较大下滑，2022-2023 年有所回升。毛利率方面，整体呈现下降趋势，2019 年汽车零部件毛利率为 19.0%，2023 年为 12.7%。公司汽车零部件产销量先上升，在 2021 年达到最高值后有部分回落。公司具有年产汽车零部件 2500 万件以上的生产能力，2023 年产能达到 2469.9 万件。2023 年，销售零部件产品约 2527.0 万件，同比增长约 2.5%。

图 19：2019-1H2024 汽车零部件营收及占比（亿元）

图 20：2019-1H2024 汽车零部件毛利及毛利率（亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

资料来源：公司年报、招商证券

近年来公司加快一体化压铸布局，新产品开发加速。2023 年以来，公司完成了一体化压铸厂房及设备规划，启动了厂房建设，订购了 7000T 大型压铸设备，目前正在进行设备安装工作。公司承接的瑞鹄减震塔开始量产，间接配套奇瑞，标志着公司进入 4,500T 大压铸、车身结构件生产阶段，通用减震塔也进入交样阶段；安徽新能源公司的高压连接铜排（Busbar）一期完成验收，通过了

IATF16949: 2016 质量管理体系认证, 于 2023 年 6 月开始量产, 实现销售 12 万套, 客户包括华域电动、伊控动力、华域三电等。

**客户结构进一步完善, 综合竞争力进一步增强。**公司客户主要为知名汽车整车厂或汽车零部件厂商, 包括上汽通用、上汽大众、上海汽车、一汽大众等整车企业, 以及华域三电、联合汽车电子、博格华纳、大陆制动系统、华域麦格纳、伊控动力等零部件企业。公司在巩固传统燃油车零部件市场份额的同时, 重点加大对新能源客户的开发力度, 部分零部件产品直接或间接配套比亚迪、蔚来、理想、小鹏、零跑、吉利、奇瑞、小米、赛力斯等新能源车企, 新能源汽车零部件收入占公司零部件板块收入比例超过 20%。截至 2023 年, 公司零部件产品通过其他零部件企业间接配套多家车企。具体来看, 公司的车顶前 ADAS 雷达底座总成、摄像头底座直接配套蔚来, 公司向骆驼供应的电池下箱体间接配套蔚来; 公司向联合汽车电子供应的电机端盖、逆变器壳体等已间接配套理想、长城、宝马 mini、本田、上汽大众、吉利等; 向皮尔博格供应的控制臂总成, 间接配套小鹏; 向瑞鹄供应的减震塔、向达奥供应的支架、副车架、向联合汽车电子供应的电机端盖, 间接配套奇瑞; 向华域电动、华域三电、伊迈斯、伊控动力供应的电机壳体、高压连接铜排等已间接配套上汽、吉利、零跑等; 向博格华纳供应的压壳间接配套比亚迪混动车; 向大陆制动系统供应的制动卡钳已间接配套上汽、广汽、福特、小米、赛力斯等。

## 四、投资建议

近日公司公告员工持股计划。这将有助于提高管理层积极性。计划资金总额不超过 2,160.90 万元，对应股份数上限为 5,456,828 股。首批参加员工包括董监高不超过 125 人。

**产量：**公司具有危险品运输和铝危废处置资质，可进行铝合金液远程运输直供，有利于公司铝合金业务的新客户开拓。假设公司安徽广德 3.6 万吨高性能铝合金项目以及子公司与拓普集团铝液供应项目从今年起逐步释放产量。假设预计 2024-2026 年公司铝合金产品产量分别为 22.1/28.9/37.5 万吨。

**汽车零部件：**随着公司新产品、新客户的开拓，以及铝合金业务的加持，公司汽车零部件进入新一轮上升通道。假设 2024-2026 年汽车零部件销量增速 9.0%/20.0%/20.0%。

**其他业务：**收入保持稳定，预计 0.7/0.7/0.7/0.7 亿元。

**毛利率：**随着规模化效应提升，毛利率有希望逐步从底部小幅回升。

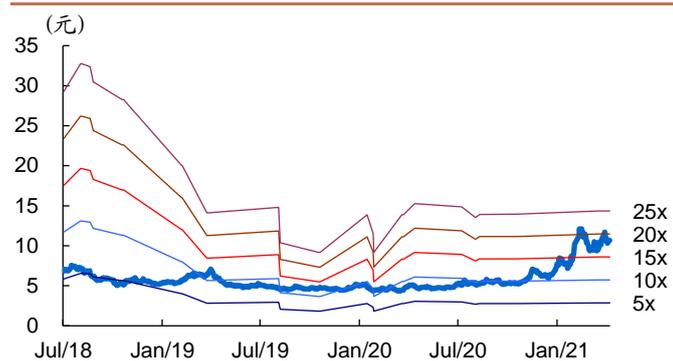
根据以上假设测算，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 0.39/0.68/1.02 亿元，对应 PE 分别为 89/52 /34 倍，给予“强烈推荐”投资评级。

表 4：公司主要经营数据预测

单位：亿元	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
营业总收入	35.3	35.4	39.6	50.2	63.7
铝合金业务	25.2	24.6	28.0	36.5	47.4
汽车零部件	9.4	10.0	10.9	13.1	15.7
其他业务	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
营业成本	32.0	32.9	37.0	46.7	59.0
铝合金业务	23.4	23.8	26.8	34.6	44.8
汽车零部件	8.2	8.7	9.9	11.8	14.0
其他业务	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
毛利	3.4	2.5	2.6	3.5	4.7
铝合金业务	1.8	0.8	1.2	1.8	2.6
汽车零部件	1.2	1.3	1.0	1.3	1.7
其他业务	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
毛利率	9.6	7.0	6.6	7.1	7.4
铝合金业务	7.3	3.2	4.3	5.0	5.5
汽车零部件	12.6	12.7	9.0	10.0	11.0
其他业务	49.8	58.8	58.8	58.8	58.8

资料来源：公司公告、招商证券

图 21: 永茂泰历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 22: 永茂泰历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

## 五、风险提示

### 1、宏观经济收缩

当宏观经济处于收缩周期时，各行业需求不振，铝消费低迷，导致铝价低位震荡甚至下行，不利于公司业绩增长，同时，汽车消费较弱，产业链需求减少。

### 2、汽车行业内卷严重

发生价格战时，汽车降价压力向产业链上游传导，将给整个产业链经营业绩带来压力。此外，随着我国汽

### 3、客户集中度较高

近年来公司对前五名客户的销售收入占同期营业收入的比例在 70%以上。铝合金液厂内直供项目及汽车零部件产能利用率受客户生产经营状况的影响大。

### 4、原材料及产品价格波动风险

公司原材料采购和产品销售价格受大宗金属市场价格波动影响，影响公司盈利水平。

### 5、资金风险

公司所处行业资金密集，日常经营和业务扩张需要大量资金。若盈利能力和现金流恶化，可能影响正常生产经营。

### 6、套期保值业务风险

公司开展套期保值业务存在价格波动、强行平仓、实物交割、操作不当和监管政策变化等风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1875	1878	2401	3010	3850
现金	163	108	415	498	665
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	0	10	11	14	18
应收款项	718	873	977	1238	1572
其它应收款	5	2	2	2	3
存货	594	496	558	703	889
其他	392	390	438	554	703
<b>非流动资产</b>	1479	1498	1468	1443	1423
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1013	1006	1000	995	990
无形资产商誉	74	69	62	56	50
其他	392	423	406	393	382
<b>资产总计</b>	<b>3354</b>	<b>3376</b>	<b>3869</b>	<b>4454</b>	<b>5273</b>
<b>流动负债</b>	1203	800	1261	1790	2528
短期借款	847	483	942	1401	2050
应付账款	219	216	244	307	388
预收账款	44	17	19	24	30
其他	93	84	57	57	58
<b>长期负债</b>	78	475	475	475	475
长期借款	0	403	403	403	403
其他	78	73	73	73	73
<b>负债合计</b>	<b>1281</b>	<b>1276</b>	<b>1737</b>	<b>2265</b>	<b>3003</b>
股本	254	330	330	330	330
资本公积金	903	826	826	826	826
留存收益	917	944	976	1032	1114
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2073	2100	2133	2189	2270
<b>负债及权益合计</b>	<b>3354</b>	<b>3376</b>	<b>3869</b>	<b>4454</b>	<b>5273</b>

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	51	93	30	(206)	(288)
净利润	94	31	39	68	102
折旧摊销	180	192	187	182	178
财务费用	22	21	32	44	59
投资收益	50	7	(42)	(42)	(42)
营运资金变动	(290)	(146)	(189)	(465)	(596)
其它	(5)	(12)	3	8	11
<b>投资活动现金流</b>	(263)	(180)	(115)	(115)	(115)
资本支出	(246)	(177)	(157)	(157)	(157)
其他投资	(17)	(2)	42	42	42
<b>筹资活动现金流</b>	221	84	393	404	570
借款变动	267	117	431	459	649
普通股增加	66	76	0	0	0
资本公积增加	(66)	(76)	0	0	0
股利分配	(34)	(10)	(7)	(12)	(20)
其他	(12)	(23)	(32)	(44)	(59)
<b>现金净增加额</b>	9	(2)	308	83	166

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	3534	3536	3960	5019	6373
营业成本	3196	3288	3701	4665	5899
营业税金及附加	12	21	23	29	37
营业费用	12	11	13	16	20
管理费用	90	82	86	105	121
研发费用	74	92	99	125	159
财务费用	23	18	32	44	59
资产减值损失	(11)	(18)	(14)	0	0
公允价值变动收益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	47	40	61	61	61
投资收益	(62)	(19)	(19)	(19)	(19)
<b>营业利润</b>	104	28	35	76	119
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	101	24	31	72	115
所得税	7	(7)	(8)	5	13
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	94	31	39	68	102

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	7%	0%	12%	27%	27%
营业利润	-65%	-73%	25%	119%	56%
归母净利润	-59%	-67%	26%	73%	50%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.6%	7.0%	6.6%	7.1%	7.4%
净利率	2.7%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%
ROE	4.6%	1.5%	1.8%	3.1%	4.6%
ROIC	4.4%	1.8%	2.4%	3.0%	3.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.2%	37.8%	44.9%	50.9%	57.0%
净负债比率	25.3%	27.0%	34.7%	40.5%	46.5%
流动比率	1.6	2.3	1.9	1.7	1.5
速动比率	1.1	1.7	1.5	1.3	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
存货周转率	5.8	6.0	7.0	7.4	7.4
应收账款周转率	5.2	4.4	4.2	4.5	4.5
应付账款周转率	15.7	15.1	16.1	16.9	17.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.29	0.09	0.12	0.20	0.31
每股经营净现金	0.15	0.28	0.09	-0.62	-0.87
每股净资产	6.28	6.37	6.46	6.63	6.88
每股股利	0.03	0.02	0.04	0.06	0.09
<b>估值比率</b>					
PE	37.0	112.7	89.3	51.5	34.3
PB	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	17.1	22.3	18.5	15.5	13.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。