

汽车/汽车零部件

至信股份投资价值研究报告

高成长的冲焊件供应商，模具产线自制+优质客户配套，合理估值区间为 40.58-45.02 亿元

2025 年 12 月 17 日

IPO 投资价值研究报告

发行上市资料：

发行前股数(万股)	17000
发行股数(万股)	5667
发行方式	A 股 IPO
主承销商	申万宏源承销保荐

盈利预测：

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,564	3,088	3,927	4,341	5,165
同比增长率 (%)	22.6	20.5	27.2	10.5	19.0
归母净利润 (百万元)	132	204	256	289	366
同比增长率 (%)	86.5	54.7	25.6	13.0	26.5
每股收益 (元/股)	0.78	1.20	1.13	1.28	1.62
毛利率 (%)	20.0	21.7	20.2	19.0	19.4
净资产收益率 (%)	9.6	12.9	8.3	8.7	10.2

注：每股收益指发行后全面摊薄每股收益
资料来源：招股意向书，申万宏源研究预测数据

重要声明：

本投资价值研究报告（“本研究报告”）是由申万宏源证券承销保荐有限责任公司（下称“申万宏源承销保荐”）作为重庆至信实业股份有限公司（“公司”）首次公开发行股票保荐人，根据中国证券监督管理委员会《证券发行与承销管理办法》、中国证券业协会《首次公开发行股票承销业务规则》的相关要求，委托具备证券投资咨询资格的上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“申万宏源研究”）为本次发行的推介而制作的关于公司的投资价值研究报告。本研究报告由申万宏源研究的报告制作人独立制作，报告制作人已依据申万宏源研究信息隔离墙管理相关制度履行跨墙审批手续，申万宏源研究承诺本研究报告具有独立性。申万宏源承销保荐和申万宏源研究（以下合称：“申万宏源”）并未获任何授权以代表公司在本研究报告中作出任何陈述或保证。

尽管申万宏源承销保荐是本次发行的保荐人，但是，本研究报告并不属于本次发行的公开募集文件，并不构成关于认购公司本次发行 A 股股票的要约或要约邀请。有关本次发行的公开募集文件以及法定披露信息，以公司公告的招股意向书内容为准。任何针对本次发行的认购决定仅可依赖公司正式公告的招股意向书中披露的信息而作出。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，申万宏源对于任何机构或个人因信赖本研究报告而作出有关认购决定所产生的投资风险和损失不承担任何责任。

除供投资者参与本次发行参考之用以外，本研究报告不得为任何目的、以任何形式（包括但不限于纸质或电子方式）、被全部或部分地复制、直接或间接地转发或提供给其他人、或在任何媒体公开。在此，特别提醒贵方不得以任何形式公开披露本研究报告的内容（中国证监会另有规定的除外）及被传播至中华人民共和国内地及以外的任何区域（包括香港、澳门、台湾）。若由于贵方未按照上述目的和约定使用本研究报告，或由于贵方之原因导致本研究报告的全部或部分被泄露，从而引致任何法律责任，均由贵方完全承担。

贵方收取本研究报告即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示之约束。

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

联系人

朱傅哲 A0230524080008
zhufz@swsresearch.com

投资要件

- 本次上交所首次公开发行股票，投资者应自主判断发行人的投资价值，自主做出投资决策，自行承担股票依法发行后因发行人经营与收益变化或者股票价格变动引致的投资风险。

我们的主要观点

- **公司是国内汽车冲焊零部件领域的一级核心供应商，全国化布局、模具自研能力与优质客户资源构筑坚实竞争壁垒。** 公司三十余年深耕汽车白车身钣金冲焊件的研发与制造，已形成覆盖冲压、焊接、热成型、模具开发及自动化集成的完整产业链。依托 14 个生产基地在全国主要汽车产业集群的深度布局，公司实现对主机厂的快速响应与高效配套；通过子公司大江至信（模具）、衍数自动化（智能制造），掌握从模具设计到产线集成的全栈技术能力；并深度绑定吉利、长安、比亚迪、理想等头部自主品牌及宁德时代等核心 Tier 1，客户集中度高且结构持续优化。2022–2024 年，公司实现营收从 20.9 亿元到 30.9 亿，归母净利润从 0.71 亿元到 2.04 亿元的增长，盈利能力显著提升。
- **下游需求结构性增长，冲焊零部件充分受益。** 我国汽车产量稳步回升，新能源渗透率持续提升，带动车身结构件需求扩容。尽管一体化压铸等新工艺对部分零件构成替代，但在完全竞争市场下，具备高精度、快响应、强成本控制能力的头部冲焊企业反而加速抢占份额。公司作为主流车企一级供应商，在侧围、地板、机舱等核心总成件领域具备领先优势，预计 2025–2027 年冲焊件收入增速 27.6%/11.1%/19.4%，市场份额稳步提升。
- **三位一体核心优势，打造长期成长确定性。** 1) **全国重资产布局优势：** 14 个生产基地横跨长三角、成渝、京津冀等八大汽车集群，相较同业（如无锡振华仅 9 个基地）覆盖更广、响应更快，显著降低物流成本与供货周期，强化主机厂粘性；2) **模具+智能制造赋能优势：** 全资子公司大江至信具备高端冲压模具全流程开发能力，衍数自动化提供机器人焊接工作站及数字化工厂解决方案，不仅支撑内部高效生产，2023 年起已实现对外销售，开拓新成长路径；3) **头部客户深度绑定，并持续拓展新客户：** 2025H1 公司前五大客户（吉利、长安、蔚来、比亚迪、长城）贡献 68% 收入，均为近年销量高增的自主及新势力头部企业，上述客户在国内乘用车市场 2024 年合计份额达 33.4%。公司卡位头部客户，有望充分分享客户的成长红利。
- **募投项目有效扩产，强化客户配套能力。** 本次募集资金主要用于三大智能化扩产项目，新增 239.99 万套/年冲焊产品产能，并大规模引入机器人（合计

650 台) 提升自动化水平。项目聚焦新能源、智能化产线等, 有效缓解当前设备的产能瓶颈。同时, 3 亿元补充流动资金将优化财务结构, 增强保供与订单承接能力, 为持续放量提供坚实支撑。

- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2025-2027 年营收为 39.27/43.41/51.65 亿元, 归母净利润为 2.56/2.89/3.66 亿元。综合相对估值及绝对估值两种方法, 我们预计上市后 6-12 个月公司整体公允价值区间在 40.58-45.02 亿元, 对应每股价值为 17.90-19.86 元。对应公司 2024 年归母净利润 PE 区间为 19.90-22.07 倍, 对应 2024 年扣非归母净利润 PE 区间为 21.97-24.37 倍, 对应 2025 年预测归母净利润区间为 15.84-17.57 倍。至信股份所处的汽车制造业 (C36) 近 1 个月行业平均静态市盈率为 28.33 倍, 可比公司 2024 年归母净利润、扣非归母净利润对应 PE 均值为 27.45、28.56 倍。
- **风险因素:** 1.盈利预测假设条件不成立对公司盈利预测和估值结论的风险; 2.市场波动风险及可比公司估值波动风险; 3.主营业务收入不及预期风险; 4.技术风险; 5.财务风险; 6.管理及内控风险; 7.其他风险。

目录

投资要件	2
我们的主要观点	2
1. 至信股份：三十余年深耕冲焊，客户产能持续拓宽	6
1.1 三十余年专注冲焊，一站式集成制造交付客户	6
1.2 公司团队与员工持股平台搭建完善	8
1.3 营收稳步向上，盈利能力持续优化	10
2. 下游需求驱动，冲焊零部件市场持续扩容	12
2.1 冲焊件加工趋于总成，成本稳定性依赖原材料	12
2.2 空间格局：汽车冲焊零部件行业规模总体上升	14
3. 技术筑基，模具赋能，产线自动化叠加头部客户驱动成长	16
3.1 核心优势：专利技术领先，模具产线智能，就近配套把握先机	16
3.2 客户情况：卡位下游头部客户，并持续拓展新客户	18
3.3 募投项目：释放产能打开营收成长空间	20
4. 盈利预测与估值分析	21
4.1 关键假设及盈利预测	21
4.2 相对估值分析	26
4.3 绝对估值分析	33
4.4 估值结论	37

5. 风险提示	38
5.1 盈利预测假设条件不成立对公司盈利预测及估值结论的风险	38
5.2 市场波动风险及可比公司估值波动风险	39
5.3 主营业务收入不及预期风险	39
5.4 技术、财务、管理及内控风险	40
5.5 其他风险.....	41

1. 至信股份：三十余年深耕冲焊，客户产能持续拓宽

1.1 三十余年专注冲焊，一站式集成制造交付客户

至信股份三十余年深耕汽车领域白车身钣金冲焊件的研发生产，是整车厂一级核心冲焊零部件供应商。重庆至信实业股份有限公司成立于 1995 年，总部位于重庆两江新区，在全国建有 14 家制造基地。主要从事汽车冲焊件以及相关模具的开发生产与销售，获得了客户的高度认可，多年被国内知名主机厂评为“优秀供应商”，早在 2007 年就获得了福特汽车全球 Q1 级供应商认证。

图 1：公司历史复盘



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司以冲焊零部件为核心，同时布局模具、产线等上游工序，使研发制造过程更加受控。冲焊零部件为公司核心产品，2024 年收入占比约 90%，包括冷冲压、热成型、焊接总成等产品品类。同时，公司拥有全域的资深研发团队，2004 年成立的“重庆大江至信模具工业有限公司”专业从事夹、模、检具和焊具的开发与制造；2018 年成立的“重庆衍数自动化设备有限公司”专业从事工业机器人和 workstation 系统集成开发。从始端的模具开发、到生产线自动化集成、制造与交付，公司能够为主机厂提供一站式的完整高效服务。

图 2：公司冷冲压产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 3：公司热成型及总成产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 1：公司业务收入结构（2024 年）

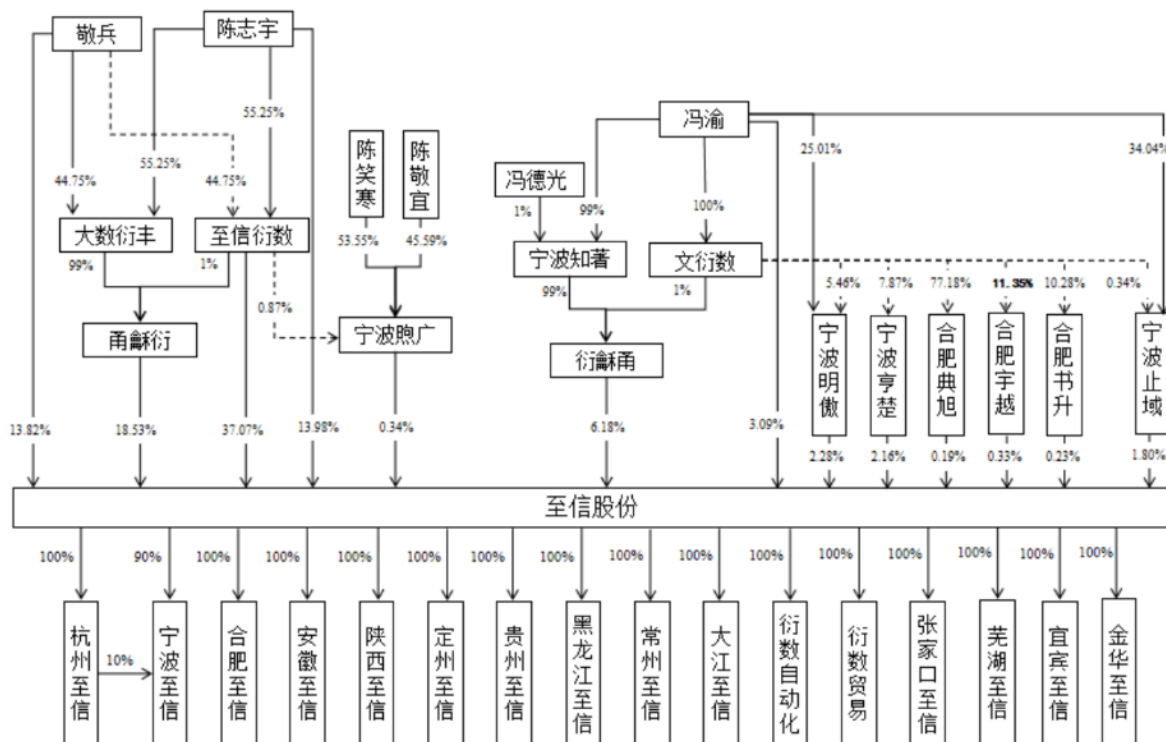
主营业务类别	产品图片	主营收入占比	收入（亿元）
冲焊零部件		89.70%	27.70
冲压模具		3.56%	1.10
机器人工作站及集成		0.24%	0.07
其他业务		6.50%	2.01

资料来源：公司公告，申万宏源研究

典型家族式企业，股权较为集中。截至招股书签署日，公司实控人陈志宇、敬兵夫妇合计控制 83.75% 公司表决权，陈志宇同时担任公司董事长职务。此外，二人的女儿陈笑寒目前在公司担任董事、董事会秘书职务。公司为便于投资管理，设置了持股平台及多层控制架构。创始人之一的冯渝直接持有公司 3.09% 的股份，间接持有公司 7.81% 的股份，合计 10.90%。

以子公司形式开展业务，分工明确。公司为匹配主机厂需求在全国设立十余家子公司进行汽车冲焊零部件的设计、生产与销售，此外，大江至信从事夹、模、检具和焊具的开发与制造，衍数自动化从事工业机器人和 workstation 系统集成开发。

图 4：公司股权结构较为集中（截至招股书签署日）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

1.2 公司团队与员工持股平台搭建完善

公司高管团队具备扎实的专业背景和丰富的行业经验。董事长陈志宇深耕汽车零部件领域，具备资源整合与管理能力；总经理冯渝长期负责一线运营，深耕生产与供应链；财务总监邓平拥有 20 余年财务经验；杨胜科在汽车零部件企业运营与项目运作方面经验丰富，2024 年 2 月起任副总经理。团队结构合理、优势互补，为公司稳健发展提供有力支撑。

表 2：公司高管团队经验丰富

姓名	职务	主要工作经历
陈志宇	董事长	<ul style="list-style-type: none"> - 硕士学历 - 曾任重庆南方矿研所总经理、正汇投资董事长、重庆宏立至信汽车部件制造有限公司董事长 - 2021.9-2023.8 任至信有限董事长 - 2023.8 至今 任公司董事长
冯渝	董事、总经理	<ul style="list-style-type: none"> - 工程师出身，曾任职重庆铁路局、重庆铁路电气化工程公司 - 1997 年加入至信，历任副总经理、董事、总经理 - 兼任重庆宏立至信、重庆飞运动力等公司董事/执行董事
陈笑寒	董事、董事会秘书	<ul style="list-style-type: none"> - 本科 - 2016-2020 任重庆城博文化传播公司董事长助理

孙亮	总经理助理、 首席技术官	- 2019 至今 任重庆市哈顾文化交流公司执行董事
		- 2023.8 至今 任公司董事、董事会秘书
		- 1996-2002 任重庆天人冲压有限公司工程师
		- 2002-2011 历任至信有限技术部技术员、助理工程师、工程师、技术开发部主管、质检部副部长、质检部部长、制造部部长
		- 2011-2017 任至信有限技术开发中心总监
		- 2017.6 至今 任公司总经理助理
		- 2022.9 至今 任公司首席技术官
石丰平	副总经理	- 本科学历
		- 1998-2002 任重庆天人冲压有限公司工程师
		- 2002-2008 任至信技术部技术员、部长、总监
杨胜利	副总经理	- 2008.10 至今 任公司副总经理
		- 本科学历
		- 1997-2003 任重庆银河激光制品生产部长
		- 2003-2017 任卡斯马星乔汽车系统（重庆）执行副总
		- 2018-2019 任云南南京齐汽车工装技术总经理
		- 2019-2020 任云南好来建筑总经理
		- 2020-2021 任重庆博俊工业科技总经理
		- 2021.3-2021.11 任重庆齐信汽车零部件总经理助理
		- 2021.12 至今 任重庆市和胜金属技术副总经理
		- 2024.2 至今任公司副总经理
邓平	财务总监	- 本科学历
		- 2000-2003 任四川山川机械厂会计、主办会计
		- 2003-2004 任重庆众诚精密制造主办会计
		- 2004-2007 任大江至信财务部长
		- 2007-2012 任至信有限财务负责人
- 2020.8 至今 任公司总经理助理、财务总监		

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司积极激励员工，5 家员工持股平台合计持有公司 5.19% 的股份。为稳定与激励员工，分享公司成长利益，公司 2022 年设立 5 家持股平台，部分员工通过宁波明傲、宁波亨楚、合肥宇越、合肥书升、合肥典旭间接享有权益。利益共同体的形成有利于充分调动公司管理人员、核心技术人员、业务骨干人员等核心员工的工作积极性，增强核心员工对实现公司稳定、持续及快速发展的归属感，确保核心人才团队的稳定性，提高工作效率，实现股东目标、公司目标、员工目标的统一。

表 3：5 家员工持股平台合计持有公司 5.19% 的股份

员工持股平台	宁波明傲	宁波亨楚	合肥宇越	合肥书升	合肥典旭
参与员工数 (人)	13	30	36	31	5
平台持股比例 (%)	2.28	2.16	0.33	0.23	0.19

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

注：限于公开资料，参与人数包含重复计算；数据截至招股说明书签署日

1.3 营收稳步向上，盈利能力持续优化

公司营收持续向上，业绩增速明显。25 年前三季度公司实现营收 26.97 亿元，同比 +29%，归母净利润 1.65 亿元，同比+21%。2022-2024 年实现营收从 20.9 亿到 30.9 亿的增长，2022-2024 年实现归母净利润从 0.71 亿元到 2.04 亿元的增长。近年来下游汽车市场发展强劲，主要客户终端市场销售表现良好，新车型陆续上线，需求旺盛；加之公司新增客户拓展不断取得成效，陆续对零跑汽车等新客户实现量产供货，带动公司收入规模及盈利能力稳步增长。

图 5：2022-2025 Q1-3 公司营收及增速

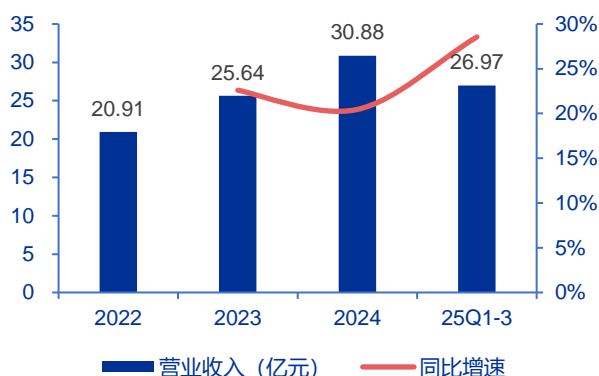
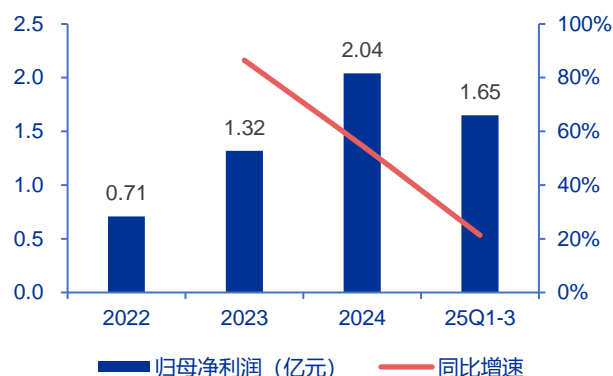


图 6：2022-2025 Q1-3 公司归母净利润及增速



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

规模效应下盈利能力提升明显。2022-2024 年公司毛利率维持在 20% 左右，但净利率持续提高，2024 年为 6.6%，同比+1.5pct，显示盈利能力提升的强劲势头。费用率方面，2024 年公司四费率合计 11.8%，较 2023 全年-0.5pct。整体来看公司收入规模对费用的摊销效果明显，随着后续收入的提升有望看到盈利能力进一步提升。

图 7：2022-2025H1 公司盈利情况

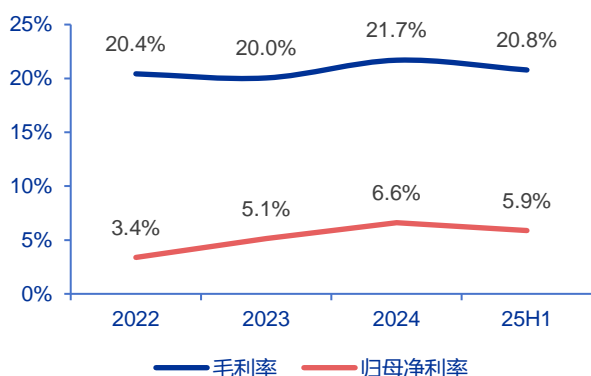
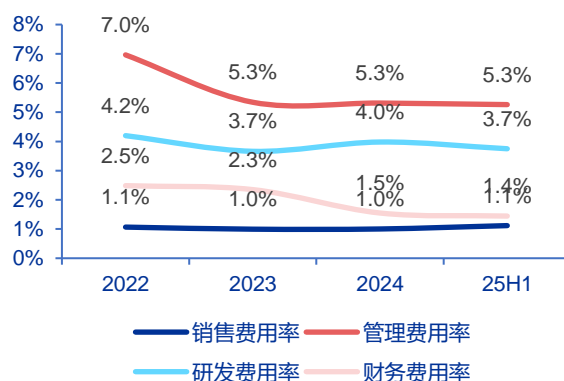


图 8：2022-2025H1 公司四费率



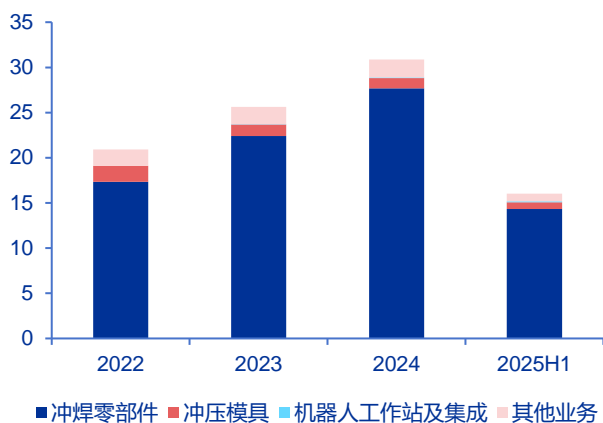
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

分业务看，冲焊零部件为公司核心产品，近年毛利率提升至 16% 左右。冲焊零部件为公司核心收入来源，2024 年实现收入 27.7 亿元，收入占近九成，且从历史上看冲焊零部件业务毛利率整体呈现波动上升状态，2024 年为毛利率高点，达 16.0%，2025 年上半年有所回落但仍然维持高位。冲压模具为公司第二大业务，除公司内部自供外也有

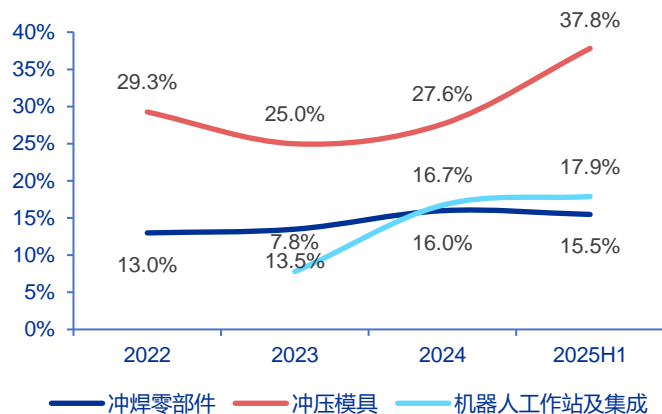
一定外销比例，2024 年收入 1.10 亿元，毛利率 27.6%；机器人工作站及集成板块自 2023 年开展以来，毛利率持续提高，2024 年上升 8.9pct 达 16.7%。其他业务包括边角料销售、租赁等。

图 9：2022-2025H1 公司主营业务收入 (亿元)



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

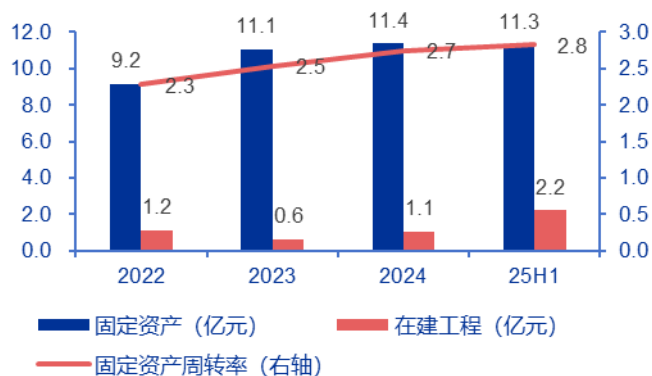
图 10：2022-2025H1 公司主营业务毛利率



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

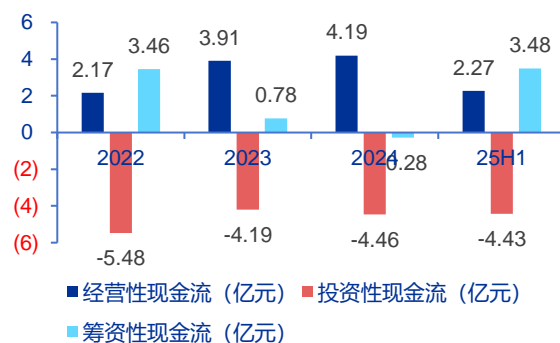
公司订单饱和, 扩产需求明确。2022-2024 年公司固定资产规模持续提高, 2025H1 公司固定资产 11.30 亿元, 同时在建工程 2.24 亿元达新高, 2022-2024 年公司年固定资产周转率在 2.5 左右, 行业重资产特征较明显。从现金流角度看, 公司经营性现金流较为健康, 仅 2025H1 经营性现金流入达 2.27 亿元, 充足的现金流可以为公司的 capex 投入提供支撑。

图 11：2022-2025H1 公司固定资产与在建工程



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 12：2022-2025H1 公司现金流情况



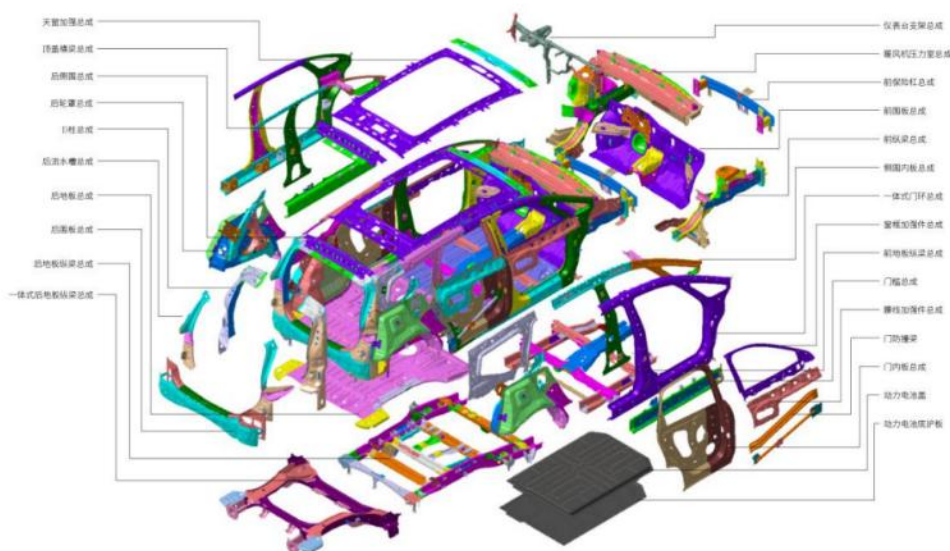
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2. 下游需求驱动，冲焊零部件市场持续扩容

2.1 冲焊件加工趋于总成，成本稳定性依赖原材料

汽车冲焊件一般指经过冲压、焊接、涂装等工艺最终形成的汽车金属零部件，具体包括如前纵梁、水箱板总成、后纵梁、天窗框、轮罩、门窗框、顶盖梁、A 柱内板、B 柱加强板和挡泥板、防尘罩、电池盒/电池盖等车身结构件、功能件、底盘件，系汽车生产所需的关键零部件。因客户、车型、用途、工艺复杂程度等因素而各不相同，常以总成件形成供给主机厂，因此在冷冲压或热成型工艺处理后需通过焊接工艺总成。

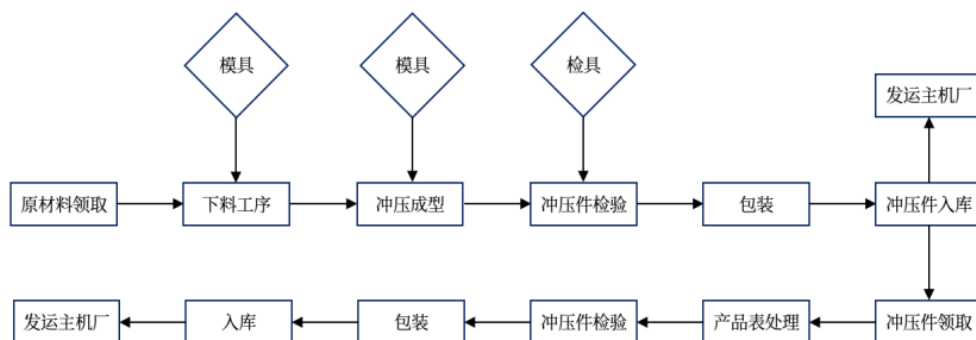
图 13：汽车冲焊件产品图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

冲压是汽车制造的四大工艺之一，通过模具对金属板材进行冲压加工，使其产生塑性变形，从而获得所需形状和尺寸的零部件。这种技术具有生产效率高、成本低、材料利用率高等优点，在汽车制造业中广泛应用。

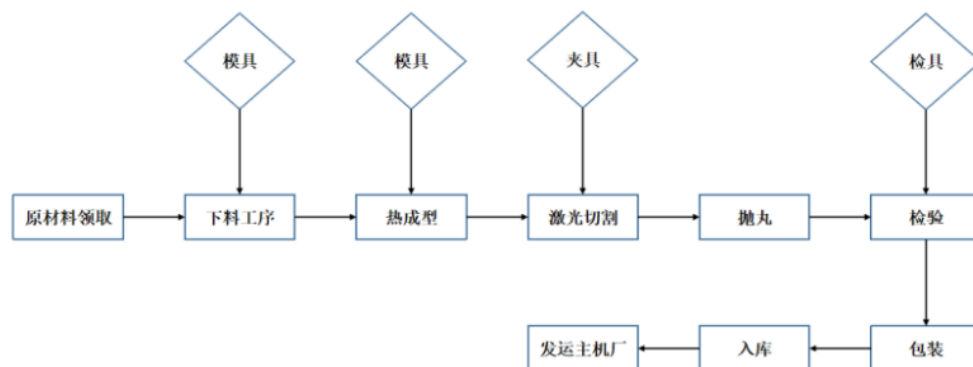
图 14：冷冲压工艺流程图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

热冲压成型技术是一种面向轻量化和增强汽车被动安全的新型成型技术。该技术通过将特殊的高强度钢板加热至奥氏体状态，然后快速转移到模具中进行冲压成形，并在保压淬火后获得具有均匀马氏体组织的超高强钢零件热成型作为轻量化新工艺，相对传统冷冲压有极高的成形性和强度。

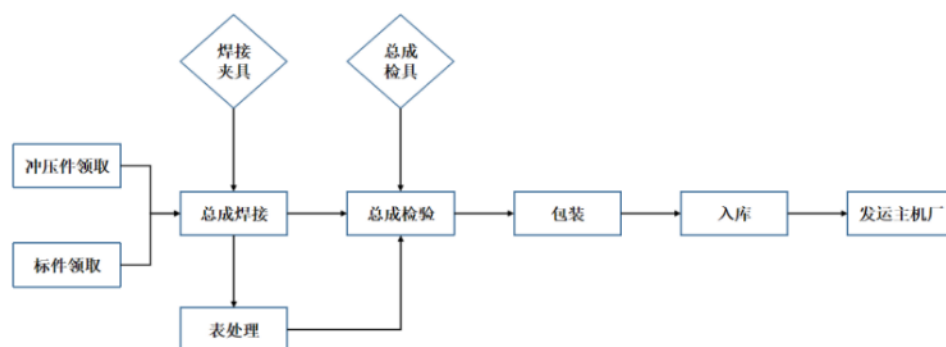
图 15: 热成型工艺流程图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

焊接技术包括点焊、凸焊、激光焊和电弧焊等。在车身制造中应用最多的为点焊技术。由于汽车车身结构复杂有些部位难以实现点焊，或由于零件装配问题、厚度相差太大等因素，少数位置采用了电弧焊技术。激光焊接技术在车身制造领域应用的时间较短，但由于其优点较多，目前已经在国外汽车公司得到大量应用，国内主流汽车厂家也在逐步采用。此外，汽车行业新材料如镀锌钢板、高强度钢板、复合材料等的运用，对机器人自动焊接、柔性焊接生产线等技术和生产工艺也提出了新要求。

图 16: 焊接总成工艺流程图

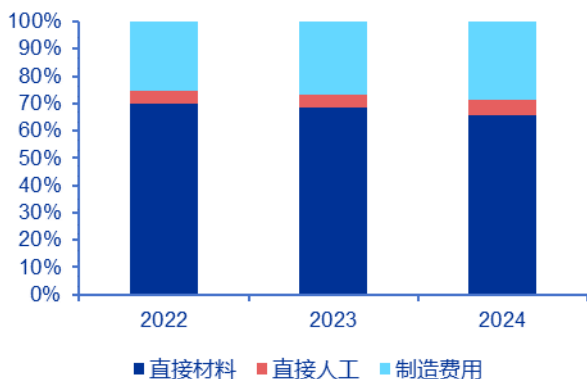


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

汽车冲焊零部件行业的上游行业主要为钢材等，近年来原材料价格有所下降。汽车零部件行业对上游原材料的需求非常大，上游原材料供应的质量和交付稳定性直接影响到汽车零部件的质量和交付稳定性，太平洋汽车统计，材料费用一般占到成本的 60%以上，2022-2024 年至信股份直接材料成本占主营业务成本的比例接近七成，分别为 68.99%、66.55%、66.54%。上游原材料的价格波动会直接影响到汽车零部件行业的生产成本和盈利能力，2022 年至今中国钢材价格呈现下降趋势，冲焊件厂商受益于原材料

价格下滑，成本得到控制有利于毛利率的提升，但 2025 年年中以来钢材价格略有反弹，预计后续下降空间有限。至信股份钢材采购价格与市场钢材价格指数均呈下降趋势，冲焊零部件业务板块毛利率有所提高，2022-2024 年分别为 12.98%、13.49%、15.98%。

图 17: 至信股份汽车冲焊件成本结构



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 18: 中国钢材综合价格指数变动 (无量级单位)

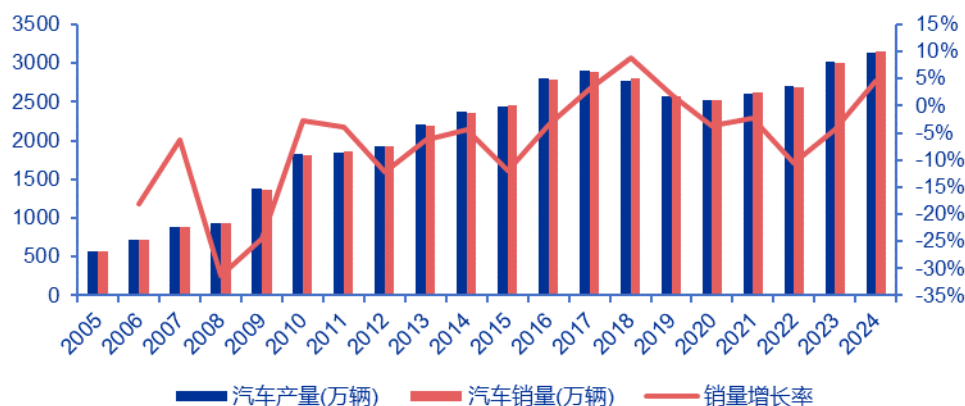


资料来源：iFind，申万宏源研究

2.2 空间格局：汽车冲焊零部件行业规模总体上升

中国汽车市场复苏态势强劲，下游需求带动冲焊件市场增长。2021 年以来，随着不利因素逐步缓解，叠加政府购置税减半、促汽车消费等政策，我国汽车行业消费市场持续回暖，带动产销量上升。2024 年中国汽车产量占全球汽车总产量已达 34.11%，占比超三分之一。根据中国汽车工业协会统计数据，2005 年至 2024 年，我国汽车产量从 570 万辆增至 3,128 万辆，汽车销量从 576 万辆增至 3,143 万辆，复合增长率均为 9%；2025 年 1-6 月，我国汽车产量为 1,562 万辆，同比增长 12.50%，我国汽车销量为 1,565 万辆，同比增长 11.40%，增长态势强劲。

图 19: 2005-2024 年中国汽车产销情况



资料来源：iFind，中国汽车工业协会，申万宏源研究

经测算 2024 年国内冲焊零部件市场规模 3128 亿元。我们参考：

①：2022-2024 年中国汽车产量分别为 2700、3013、3128 万辆；

②：根据华经产业研究院统计数据，平均每辆车上包含 1,200-1,500 个冲焊件，公司公告中测算对应单车配套价值为 1 万元，综合考虑轻量化趋势下高强度钢及铝等原材料带动产品价格上行，但汽车行业同时有一定年降，我们假设叠加影响下 2022-2024 年单车冲焊零部件的价值量持平；

初步测算中国汽车冲焊零部件市场规模=1 万元/辆*当年度中国汽车产量，对应 2022-2024 年冲焊零部件市场规模 2700、3013、3128 亿元。

表 4：中国汽车冲焊零部件市场空间测算

年份	2022	2023	2024
中国汽车产量 (万辆)	2700	3013	3128
冲焊零部件单车价值量 (万元)	1	1	1
冲焊零部件市场规模 (亿元)	2700	3013	3128
市场规模增长率	-	11.59%	3.84%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

目前中国汽车冲焊件竞争格局呈现玩家相对较多，集中度较低的特征，整体可以分为三个梯队：第一梯队是国外汽车巨头在国内的合资企业，其下游需求稳定，生产技术先进；第二梯队是以华达科技、常青股份、至信股份等为代表的国内大型民营生产企业，目前部分产品取得了一定优势；而数量众多的中小型厂商研发实力弱，效益低下，特别是新产品开发力不足。我们认为，由于汽车产品在安全性、稳定性、质量一致性等方面的要求，整车厂商与一级供应商确立合作关系后，通常不会轻易更换，因此整体市场后续可能趋向集中。

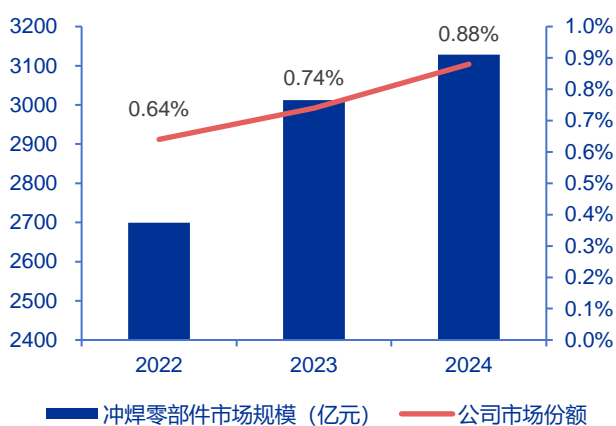
图 20：中国汽车冲焊零部件供应商竞争格局



资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

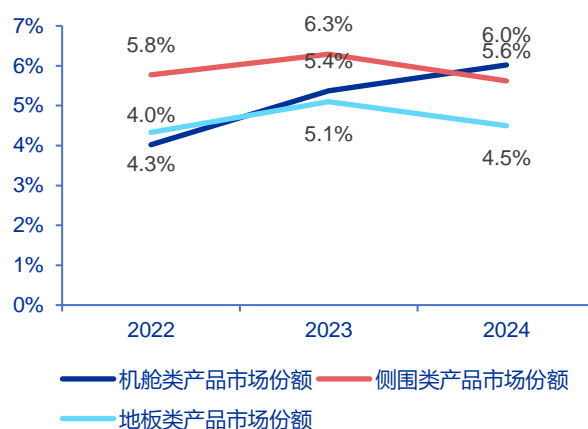
公司在冲焊件整体行业中市占率 0.88%，但在重点产品上已经占据一定市场份额。从收入来看，冲焊零部件产品的销售收入增长与车型销量的持续放量密切相关，因部分产品如四门两盖通常由主机厂自制，一级供应商所占份额较低。公司受益于整车厂客户主力车型的市场终端销量的强劲表现，2024 年市占率有所提升为 0.88%。从产品来看，因汽车冲焊零部件型号种类较多，定制化程度高，同行业公司大多选取代表性产品，通过供应台套数进行市占率测算。公司客户更为分散、产品型号种类更为丰富，不同型号种类产品分布较为均衡，已占有一定份额，2024 年公司机舱类产品、侧围类产品、地板类产品市场占有率分别为 6.02%、5.62%和 4.50%，其中前纵梁总成 4.86%，侧围 A 柱总成 3.05%，侧围 B 柱总成 2.75%，前地板总成 2.62%，后地板总成 2.52%。

图 21：公司汽车冲焊零部件市场份额



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 22：公司重点产品市场份额



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3. 技术筑基，模具赋能，产线自动化叠加头部客户驱动成长

3.1 核心优势：专利技术领先，模具产线智能，就近配套把握先机

竞争优势①：公司专利数量与同业相比较多，拥有核心技术。截至 2025 年 6 月末，公司共拥有专利 371 项，其中发明专利 58 项，306 项实用新型专利，7 项外观设计专利；拥有 390 名研发人员，占比 9.67%；公司专利总数量及发明专利数量在同行业可比公司内排名第 2，仅次于常青股份。公司深耕汽车冲焊零部件及相关模具开发制造三十余年，热成型及轻量化技术方面，具备对高强度钢和铝合金等轻量化材料的应用处理能力，如突破一体门环和双门环加工方法及模具技术，门环产品重量减少 20%以上，成为公司重点产品之一。冷冲压技术方面，可使用屈服强度高达 980-1,180MPa 的高强度钢材，提升产品尺寸精度，减少返工率和废品率；焊接技术方面，采用全新标准化设计理念的焊接工作站，并具备双头、板厚检测等先进技术，实现焊接过程少人化、无人化。

表 5：重点汽车冲焊件厂商专利情况对比

公司名称	专利总数 (项)	发明专利数量 (项)	数据截止时间
无锡振华	160	22	2025 年 6 月末
华达科技	79	24	2024 年末
多利科技	150	28	2022 年末
常青股份	391	70	2023 年 5 月 15 日
博俊科技	109	20	2025 年 6 月末
英利汽车	358	12	2023 年 6 月末
泰鸿万达	128	27	2025 年 6 月末
至信股份	371	58	2025 年 6 月末

资料来源：公司公告，申万宏源研究

竞争优势②：公司拥有模具产线能力，自动化和柔性技术领先，可以实现对客户快速响应需求。公司拥有专业从事模具开发与制造的大江至信和专业从事工业机器人智能制造解决方案的行数自动化，实现了从始端的模具开发、到生产线自动化集成的完整产业链建设。模具技术领域，公司近年来陆续创新开发，模具种类数量及热成型模具开发能力均处于行业领先水平；智能制造及自动化生产技术领域，公司加强生产线自动化的同时，进行适应化改造以实现产线柔性切换。截至 2025 年 6 月末，公司总体生产线自动化率达 96%以上，自 2023 年起，除配套母子公司实现智能制造与数字化管理外，公司机器人工作站及集成业务已实现对外销售，公司的自动化产线优势明显：1) 能够有效减少汽车零部件企业焊接产线的人工投入，降低生产成本；2) 大幅缩短建站和调试周期，实现同一产线上不同产品生产的快速切换，提升生产效率；3) 强化质量控制和精细化管理水平，提高产品质量稳定性。

图 23：公司模具制造能力


资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 24：公司智能制造能力


资料来源：公司官网，申万宏源研究

竞争优势③：公司基于快速响应、就近配套原则形成 14 个基地布局，除珠三角外其他地区基本实现覆盖。汽车产业通常以整车厂为核心，在邻近区域内搭建配套产业集群。汽车冲焊零部件行业重资产特征明显，有设备投入大、物流成本敏感、交付响应要求高等特点，必须围绕整车厂实现就近配套，以有效控制运输成本、缩短供货周期、提升协同效率。目前我国已形成长三角、珠三角、长江中游、京津冀、山东半岛、成渝、东北等汽车产业集群。公司 14 个生产基地覆盖重庆、四川、江苏、安徽、浙江、贵州、陕西、河北、黑龙江等多个重要省市，除珠三角外其他地区基本实现覆盖。

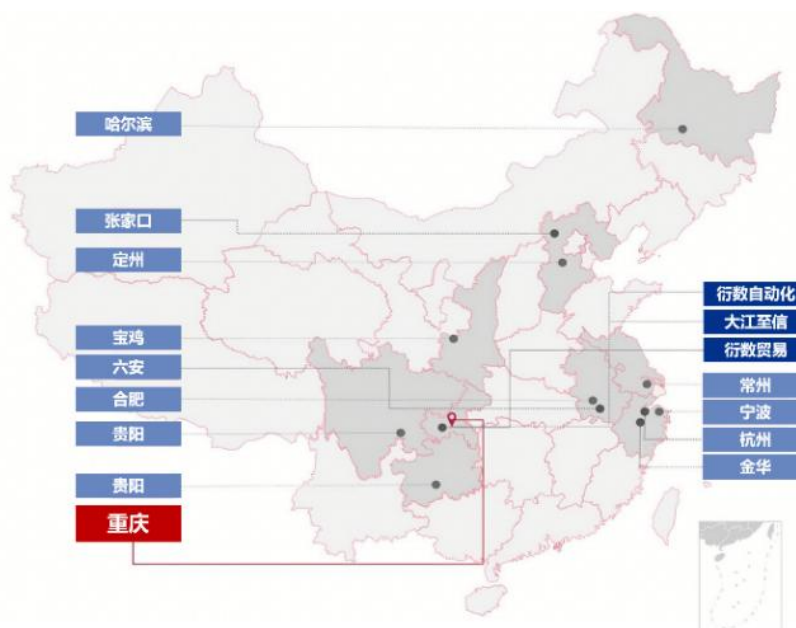
表 6: 重点汽车冲焊件厂商生产基地数量

公司名称	生产基地数量	公司名称	生产基地数量
常青股份	19	博俊科技	13
英利汽车	超 20 个	地通控股	12
东安股份	超 20 个	无锡振华	9
华达科技	16	泰鸿万立	8
多利科技	14		
至信股份	14		

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 限于公开资料; 数据截至 2025 年 8 月

图 25: 公司全国产能布局

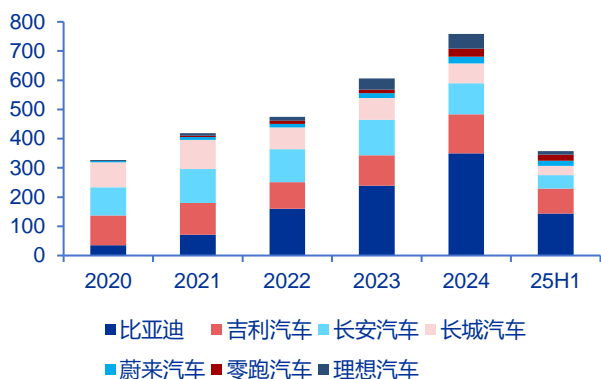


资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

3.2 客户情况: 卡位下游头部客户, 并持续拓展新客户

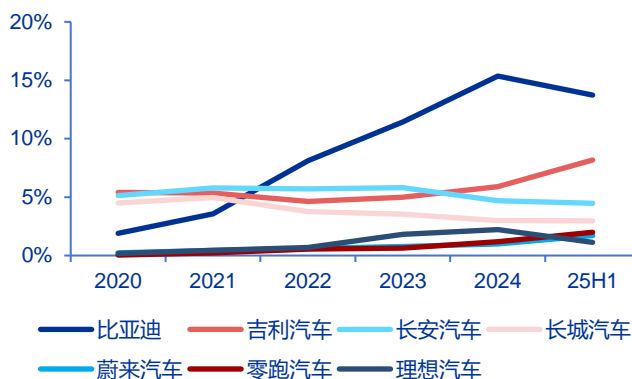
公司卡位下游头部客户, 客户结构优质。公司深度绑定长安汽车、长安福特、吉利汽车、蔚来汽车, 基本盘稳定, 自 2022 年来紧跟新能源热点开拓了理想汽车、零跑汽车、宁德时代等新客户, 目前成为上述客户以及比亚迪、长城汽车等知名整车制造商的一级配套供应商, 并配套宁德时代、英纳法和伟巴斯特等知名零部件供应商。上述头部车企采购规模大、合作稳定, 显示出公司优质客户资源与在新能源汽车领域的前瞻性布局。公司所服务的核心客户近年来整体表现强劲, 增长势头显著。公司核心客户的整体市场份额持续提升, 合计市占率由 2020 年的 17.4% 增长至 2024 年的 33.4%, 反映出公司在高增长、高份额客户中的深度布局。

图 26: 头部自主车企上险量 (万辆)



资料来源: 乘联会, 申万宏源研究

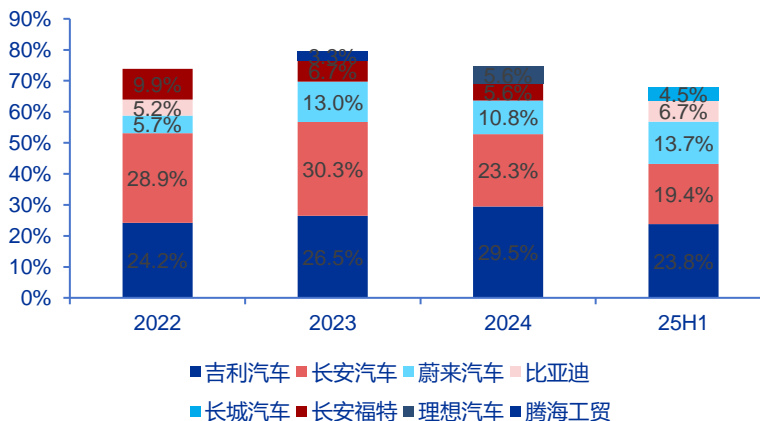
图 27: 头部自主车企市占率



资料来源: 乘联会, 申万宏源研究

头部客户贡献保持但集中度下降, 显示公司客户多元化能力。2022-2024 年前五大客户合计营收贡献占比均超过 70%, 分别为 74%、80%、75%。2025 年上半年, 公司前五大客户合计贡献 68% 的销售收入。此外, 公司针对主要客户爆款车型合作深入, 2025 年上半年针对吉利、长安、长安福特、理想、蔚来的主要车型合计配套率都超过 90%, 绝大部分车型为公司独家供应。吉利汽车、长安汽车、蔚来汽车一直居公司客户前五, 显示公司与头部自主品牌的深度绑定; 同时公司持续开拓新客户, 2021 年以来陆续进入比亚迪、长城、零跑、理想供应链。公司前五大客户的营收贡献持续增长, 但 2023 年以来占比持续下滑, 显示公司近年来新客户开拓初见成效, 客户结构更加多元化。

图 28: 至信股份前五大客户营收占比



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

表 7: 主要客户配套车型及销售收入 (万元)

客户	主要配套车型	2022	2023	2024
吉利汽车	吉利豪越/嘉际、银河 E5、领克 01/05、极氪 001、吉利星越 L、银河 E8	50,601	67,953	91,120
长安汽车	长安 CS75、长安欧尚 Z6、长安糯玉米、深蓝 S07、长安 UNI-V、长安 CS55PLUS、深蓝 SL03、深蓝 S09	60,511	77,583	71,872
蔚来汽车	蔚来 ET5、蔚来 ES6、蔚来 ES8、蔚来乐道 L60、蔚来 ET5T、蔚来 ET7、蔚来 EC7	11,837	33,301	33,436

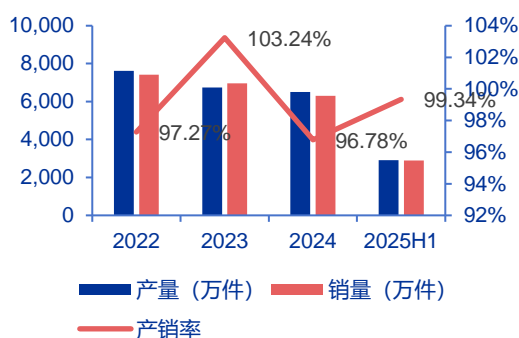
长安福特	福特蒙迪欧、福特锐界、林肯航海家、福特锐际、福特探险者、林肯 Z、林肯冒险家	20,677	17,283	17,376
理想汽车	理想 L6、理想 MEGA	-	115	17,201

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 募投项目：释放产能打开营收成长空间

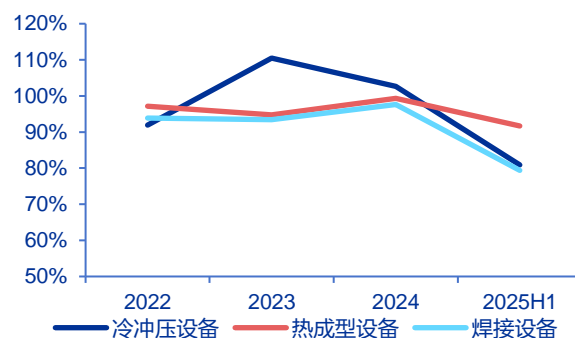
公司主要基地已进入生产瓶颈期。现有设备已使用较长时间，关键工序所使用热成型生产线存在产能限制。旺季时公司难以承接新客户订单，不利于公司业务发展，亟需通过技术改造及新设备投入提升公司现有生产能力，缓解订单增加导致的高生产负荷。设备方面，2022-2024 年，公司各类设备产能利用率均高于 90%。2023 年冷冲压设备甚至达 110%，2025H1 受新车型产线调试及行业季度周期影响略有下滑，但全年产能利用率有望保持高位；产销量方面，公司下游订单量充足，“以销定产”模式下每年产销基本平衡。公司下游客户销路明朗，产能利用率处于较高水平，扩产需求明确。

图 29：公司冲焊零部件产销率



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 30：公司各类设备产能利用率均位于高点



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

随募投项目放量，公司有望迅速提升产能满足下游客户需求，同时补流缓解公司资金压力。本次募投项目拟投入 10.3 亿元用于冲焊生产线扩产能及技术改造项目，具体包括至信实业产线改造项目、宁波至信汽车零部件产线智能化升级改造项目、新能源汽车零部件冲焊生产线扩产技术改造项目，均利用现有厂房进行。项目建成后，将为公司新增 240 万套汽车冲焊产品包的年生产能力，对应新增年营收 15.95 亿元、年利润 1.73 亿元。未来募投项目落地，产能的提升将帮助公司更好地承接市场需求。同时，本次募集资金还有 3 亿元将用于补充流动资金，将缓解公司资金压力，提高公司偿债能力。

表 8：募投项目介绍

主体	对应产品	生产规模 (万套/年)	预计营收 (亿元/年)	预计利润 (亿元/年)	建设周期 (年)	拟投入募集资金金额 (亿元)	内部收益率 (%)	投资回收期 (年)
至信股份	冲焊产品	144.6	5.86	0.59	3	3.75	11.75%	8.88
宁波至信	冲焊产品	44	3.11	0.42	3	1.93	14.68%	6.79
安徽至信	新能源冲焊产品	51.4	6.98	0.72	3	4.61	12.62%	8.4
补充流动资金		-	-	-	-	3.00	-	-
合计		240	15.95	1.73	-	13.29	-	-

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 关键假设及盈利预测

4.1.1 业务拆分假设

行业层面：根据申万汽车 2026 年行业投资策略报告，2025 年国内汽车尤其是乘用车销量需求良好，主要是由于以旧换新政策以及新能源购置税补贴。2024-2025 年以旧换新政策支持最高补贴 1.5 万元，新能源车辆免征购置税（免税额最高 3 万元），而来到 2026 年，预计以旧换新补贴或终止或打折扣，且新能源购置税将由 10%全免退坡至免 5%，2026-2027 年减半征收（减税额最高 1.5 万元）造成消费者购车的成本上涨，或将导致国内零售市场下滑。但同时乘用车出口销量向好，中国乘用车出口量由 2017 年的 64 万辆增长至 2024 年的 586 万辆，自 2021 年强势放量，2021-2024 年出口量同比+111.0%/+66.7%/+81.7%/+20.7%，2025 年第三季度出口量同比+21%，增长势头仍然强劲。因此，综合考虑国内需求压力和海外销量增速，预计 2026 年国内总批发量将小幅下滑。

而展望 2027 年，从政策端，考虑到上述新能源购置税减免 5%的政策持续时间为 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，因此 2027 年力度与 2026 年保持一致，并且 2027 年底预计销量会出现“翘尾”（即 2028 年无减免政策，导致消费者提前于 2027 年末购车），带来增量。从需求端，考虑到中国汽车市场人均保有量与发达国家仍有差距（2024 年末我国千人汽车保有量约为 250.43 辆/千人，发达国家千人汽车保有量总体在 500-800 辆/千人），国内整体需求还未饱和，随着经济的增长仍处于上行阶段。同时，国产乘用车产品力优势仍在，出口销量有望持续提升。因此，综合考虑到政策的节奏、需求的恢复以及海外销量的进一步提升，预计 2027 年国内总批发量将恢复增长。

公司层面：公司深度绑定吉利、长安、蔚来、理想等下游客户，2025 年以来这些客户销量表现良好：吉利 1-11 月累计销量达 278.78 万辆，同比增长 42%，已完成全年 300 万辆目标的 93%；长安汽车 1-11 月累计销量 265.82 万辆，同比增长 9.25%，其中自主品牌销量 226.04 万辆、同比增长 11.48%；蔚来汽车 11 月交付 3.63 万辆、同比飙升 76.3%，1-11 月累计交付 27.79 万辆、同比增长 45.6%，旗下乐道品牌交付 1.18 万辆、全新 ES8 仅 70 天就实现 2 万台交付，同时考虑到其充足的在手订单，预计蔚来明年销量有望进一步提升；理想汽车 11 月交付 3.32 万辆，其纯电车型 i6 与 i8 累计订单已超 10 万辆，明年纯电车型成为全新增长极。下游客户的销量驱动，叠加公司持续的新客户拓展，将带动公司收入和盈利的持续提升。

1) 冲焊零部件

公司业务为订单驱动型，采取“以销定产”模式，随产能陆续释放叠加客户下游销量向好，预计收入有望持续提升。

分客户角度，根据公司披露，2024 年公司冲焊零部件业务主要客户包括吉利、长安、蔚来、长安福特等，对应业务销售收入分别为 8.97/7.18/3.11/3.08 亿元。我们预计 2025-2027 年冲焊零部件业务对吉利的销售收入为 9.70/10.13/10.64 亿元，对长安的销售收入为 7.93/7.82/8.21 亿元，对蔚来的销售收入为 4.33/6.05/7.26 亿元，对长安福特的销售收入为 2.31/1.68/1.26 亿元。其他客户方面，考虑到近年来公司新拓展理想、长城、比亚迪、零跑等客户，其定点项目预计将逐步进入量产放量阶段，预计 2025-2027 年非上述 4 家客户的销售收入分别为 11.08/13.57/19.49 亿元。因此，我们预计公司 2025-2027 年冲焊零部件业务营收为 35.34/39.25/46.85 亿元，对应同比增速分别为 27.6%/11.1%/19.4%。

产能角度，根据公司招股书披露，本次募投项目拟投入 10.3 亿元，建成后预计将为公司新增 239.99 万套汽车冲焊产品包的年生产能力，对应新增年营收 15.95 亿元、年利润 1.73 亿元。而考虑到公司 25H1 账面固定资产 11.3 亿元，在建工程 2.24 亿元，因此随着在建工程和募投项目陆续转固，有望快速突破公司产能瓶颈，支撑客户新增需求。

毛利率方面，前期公司毛利率提升主要来源于原材料成本下降，目前钢材价格已经处于低位，并且 2025 年下半年开始有所反弹；考虑到公司产能利用率基本已经打满，制造费用的规模效应也相对有限；同时，考虑到 2026 年下游乘用车市场或将下滑，主机厂或将经营压力向上游转嫁，可能会对公司当年的盈利能力有一定负面影响。而 2027 年，随公司新客户拓展和新产能爬坡，有望部分消化客户传导的降价压力，预计毛利率开始回升。因此预计 2025-2027 年毛利率分别为 15.5%/14.5%/15.0%。

2) 冲压模具

模具业务与冲压零部件通常有配套关系，同时公司已经拓展了模具产能，预计后续将有序释放。我们预计 2025-2027 年营收为 1.50/1.65/1.82 亿元，对应同比增速分别为 36.5%/10.0%/10.0%。公司冲压模具均为定制产品，各汽车厂商的新车型开发周期和需求时点不尽相同，因此订单间盈利能力波动较大，因此取 2022-2025H1 毛利率均值，预计 2025-2027 年毛利率保持 29.9%。

3) 机器人工作站及集成

截至 2025 年 6 月末，公司已获得的机器人工作站及集成收入以及在手订单金额(含税)合计为 2,961.49 万元，考虑到项目交付周期，结合国内工业自动化的迅速发展，我们预计公司 2025-2027 年营收为 0.30/0.35/0.40 亿元，对应同比增速分别为 301.4%/16.7%/14.3%。随着业务规模的扩张，预计公司毛利率能够保持相对稳定，预计 2025-2027 年毛利率保持 17.9%。

4) 其他业务

公司其他业务收入主要为边角料销售收入等，其规模与冲焊零部件业务正相关。2022-2025H1，其他业务收入/冲焊零部件业务收入比例下降，预计主要与降本增效以及国内钢材价格下降有关。结合近几年公司冲焊零部件业务收入增速，我们预计 2025-2027

年其他业务营收为 2.13/2.16/2.58 亿元，对应同比增速分别为 6.0%/1.5%/19.4%，毛利率维持在前期平均水平 92.3%。

表 9：至信股份主营业务关键假设（百万元）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	2564	3088	3927	4341	5165
	(+/-%)	22.6%	20.5%	27.2%	10.5%	19.0%
	占销售收入比重	100%	100%	100%	100%	100%
	营业成本	2050	2418	3133	3517	4163
	毛利率	20.0%	21.7%	20.2%	19.0%	19.4%
冲焊零部件	营业收入	2239	2770	3534	3925	4685
	(+/-%)	29.2%	23.7%	27.6%	11.1%	19.4%
	占销售收入比重	87%	90%	90%	90%	91%
	营业成本	1937	2327	2986	3356	3983
	毛利率	13.5%	16.0%	15.5%	14.5%	15.0%
冲压模具	营业收入	130	110	150	165	182
	(+/-%)	-26.2%	-15.7%	36.5%	10.0%	10.0%
	占销售收入比重	5%	4%	4%	4%	4%
	营业成本	98	80	105	116	127
	毛利率	25.0%	27.6%	29.9%	29.9%	29.9%
机器人工作站及集成	营业收入	4	7	30	35	40
	(+/-%)		107.5%	301.4%	16.7%	14.3%
	占销售收入比重	0%	0%	1%	1%	1%
	营业成本	3	6	25	29	33
	毛利率	7.8%	16.7%	17.9%	17.9%	17.9%
其他业务	营业收入	191	201	213	216	258
	(+/-%)	5.4%	5.1%	6.0%	1.5%	19.4%
	占销售收入比重	7%	6%	5%	5%	5%
	营业成本	12	5	16	17	20
	毛利率	93.8%	97.5%	92.3%	92.3%	92.3%

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

4.1.2 费用假设

预计公司未来各项费用率总体保持稳定，略有下降。1) 销售费用率：公司处于规模扩增阶段，考虑到公司新客户拓展需求，同时参考公司历史销售费用率基本稳定，因此假设 2025-2027 年销售费用率保持平均水平为 1.0%；2) 管理费用率：公司当前业务规模处于扩张中，故管理费用率较高，考虑到后续的规模效应，预计 2025-2027 年管理费用率稳中有降，为 5.3%、5.2%、5.1%；3) 研发费用：由于公司前期持续加大汽车轻量化和新能源车型研发项目投入，且新客户新车型相关研发项目数量较多，研发费用率较高，为了不断适应客户的新需求，预计未来研发投入将维持稳定，随着收入规模不断扩大，研发费用率将略微降低，因此假设 2025-2027 年研发费用率 3.7%、3.7%、3.6%；4) 考虑到公司前期各生产机器人产能扩张有 CAPEX 投入需求，银行借款金额持续增长。而参考本次 IPO 公司募投计划中，将有 3 亿元用于补充流动资金，有望置换部分银

行长期贷款,有效缓解公司未来的财务费用压力,预计 2025-2027 年财务费用率 0.9%、0.4%、0.3%。

基于以上假设,我们预测 2025-2027 年营收分别为 39.27、43.41、51.65 亿元,归母净利润分别为 2.56、2.89、3.66 亿元。

表 10: 至信股份期间费用率关键假设 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2564	3088	3927	4341	5165
YoY (%)	22.6%	20.5%	27.2%	10.5%	19.0%
营业成本	2050	2418	3133	3517	4163
毛利率 (%)	20.0%	21.7%	20.2%	19.0%	19.4%
销售费用	25	31	41	45	54
销售费用率 (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	137	164	207	226	264
管理费用率 (%)	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%	5.1%
研发费用	94	123	147	161	186
研发费用率 (%)	3.7%	4.0%	3.7%	3.7%	3.6%
财务费用	60	48	37	17	15
财务费用率 (%)	2.3%	1.5%	0.9%	0.4%	0.3%
营业利润	152	222	304	344	434
加: 营业外收入	1	1	0	0	0
减: 营业外支出	3	1	0	0	0
利润总额	151	221	304	344	434
减: 所得税费用	19	17	48	54	68
净利润	132	204	256	289	366

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

表 11: 至信股份合并利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,564	3,088	3,927	4,341	5,165
营业收入	2,564	3,088	3,927	4,341	5,165
冲焊零部件	2,239	2,770	3,534	3,925	4,685
冲压模具	130	110	150	165	182
机器人工作站及集成	4	7	30	35	40
其他	191	201	213	216	258
营业总成本	2,386	2,803	3,592	3,996	4,717
营业成本	2,050	2,418	3,133	3,517	4,163
冲焊零部件	1,937	2,327	2,986	3,356	3,983
冲压模具	98	80	105	116	127
机器人工作站及集成	3	6	25	29	33
其他	12	5	16	17	20
税金及附加	20	19	27	30	36
销售费用	25	31	41	45	54
管理费用	137	164	207	226	264

研发费用	94	123	147	161	186
财务费用	60	48	37	17	15
其他收益	28	43	43	43	43
投资收益	-9	-10	-15	-18	-21
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
信用减值损失	-6	-25	-27	-17	-19
资产减值损失	-34	-73	-33	-9	-16
资产处置收益	-4	0	0	0	0
营业利润	152	222	304	344	434
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	151	221	304	344	434
所得税	19	17	48	54	68
净利润	132	204	256	289	366
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	132	204	256	289	366

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 12：至信股份合并资产负债表

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,780	1,973	3,169	3,042	3,483
现金及等价物	207	156	859	360	339
应收款项	1,080	1,305	1,638	1,937	2,277
存货净额	428	430	591	663	785
合同资产	1	0	1	1	1
其他流动资产	63	80	81	81	81
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,169	1,246	1,452	1,626	1,666
无形资产及其他资产	474	571	637	591	545
资产总计	3,423	3,789	5,258	5,259	5,694
流动负债	1,446	1,614	1,412	1,500	1,705
短期借款	628	706	286	286	328
应付款项	700	792	1,011	1,099	1,261
其它流动负债	118	115	115	115	115
非流动负债	607	600	747	447	397
负债合计	2,053	2,213	2,159	1,947	2,102
股本	170	170	227	227	227
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	931	932	2,205	2,205	2,205
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	3	11	22	34	49
未分配利润	266	462	647	847	1,112
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,370	1,576	3,100	3,312	3,591
负债和股东权益合计	3,423	3,789	5,258	5,259	5,694

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 13：至信股份现金流量表

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	132	204	256	289	366
加：折旧摊销减值	408	507	308	308	351
财务费用	58	48	37	17	15
非经营损失	6	-18	9	18	21
营运资本变动	-164	-213	-334	-310	-333
其它	-49	-109	6	0	0
经营活动现金流	391	419	282	323	420
资本开支	419	447	417	410	310
其它投资现金流	0	1	-99	-18	-21
投资活动现金流	-419	-446	-516	-428	-331
吸收投资	25	0	1,329	0	0
负债净变化	216	120	-311	-300	-7
支付股利、利息	25	29	98	94	102
其它融资现金流	-138	-119	16	0	0
融资活动现金流	78	-28	936	-394	-109
净现金流	49	-54	703	-499	-21

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

4.2 相对估值分析

相对估值法又称为倍数估值法，主要通过拟估值公司的某一变量乘估值倍数来进行估值。在实际操作中，一般使用市盈率、市净率、市销率等价格指标，将拟估值公司的指标与其他多只对比系股票进行对比，以评估该公司的价值。可比公司法估值中所采用的价值比率一般有市盈率、市净率、市销率等。市盈率指标综合了投资的成本与收益两个方面，可以量化分析反映企业未来预期收益、发展潜力等因素对企业价值的影响；市净率指标主要是用于资产偏重的企业，不适合轻资产行业；市销率指标适用于在现金流为关键指标或者尚未盈利的企业。综上所述，考虑到公司的资产属性和盈利能力，本次选用市盈率（PE）作为价值比率。

公司主要从事汽车冲焊件以及相关模具的开发、加工、生产和销售，根据《国民经济行业分类》，公司所属行业为汽车制造业（C36）下属的汽车零部件及配件制造业（C3670）。截止 2025 年 12 月 12 日，“汽车制造业”中证指数最近一个月平均静态市盈率为 28.33 倍、动态市盈率为 27.38 倍。按照产品类别根据申万行业分类，公司对应的“汽车零部件”二级行业最近一个月平均动态市盈率为 31.03 倍。

根据公司招股说明书，公司同行业上市公司较多，可比公司主要为无锡振华、华达科技、多利科技、常青股份、博俊科技、英利汽车、泰鸿万立等。

表 14: 至信股份与比公司业务情况

公司名称	产品类型	应用领域	主要客户
华达科技	燃油车零部件	汽车车身件	上汽大众、一汽大众、东风本田、
	新能源汽车零部件	电池箱托盘、电机轴、电机壳、储能箱体等	上汽通用、东风日产、小鹏汽车、
	模具产品	用于配套生产汽车零部件	小米汽车、赛力斯、蔚来汽车、特斯拉等
无锡振华	冲压零部件	汽车车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件等	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉、理想汽车、小米汽车等
	分拼总成加工产品	汽车车身总成件	
	模具	用于配套生产汽车零部件	
	选择性精密电镀加工服务	发动机高压喷油器和高压燃油泵中的内支撑杆、铁芯等	
多利科技	汽车冲压、焊接总成零部件、功能性零部件、热成型及一体化压铸零部件	汽车车身类、铝压铸类、电池包类、底盘类、电泳类	特斯拉、理想汽车、零跑汽车、蔚来汽车、比亚迪、上汽集团、上汽大众、上汽通用、新朋股份、上海同舟等
	冲压模具	用于配套生产汽车零部件	
常青股份	汽车冲压及焊接零部件	汽车车身、汽车底盘件两大系列；驾驶室、发动机、四门两盖、地板、车架、保险杠总成	江淮汽车、奇瑞控股、振宜汽车、北京汽车、合众新能源等
	冲压模具	用于配套生产汽车零部件	
博俊科技	精密零部件	向一级汽车零部件供应商：框架类、传动类、其他类 向整车厂商：车身模块化零部件	理想汽车、吉利集团、比亚迪、长安汽车、赛力斯、长安福特、长城汽车等
	精密模具	用于配套生产汽车零部件	
	注塑业务	汽车天窗、门窗等系统的注塑组件	
	白车身业务	车身模块化及仪表台骨架等总成	
英利汽车	车身结构零部件及防撞系统零部件	包含金属零部件（仪表板骨架、防撞梁、门槛、EV 电池下壳体、EV 电池上壳体、副车架、前后纵梁以及其他车身冲压件等）和非金属零部件（前端框架、车底护板、备胎仓、EV 电池上壳体、电瓶托盘、轮罩、前储物仓等）两大类	广汽集团、比亚迪、一汽大众、蔚来汽车、吉利汽车、戴姆勒、小鹏汽车、H 客户、ENPHASE 等
	模具	用于配套生产汽车零部件	
泰鸿万立	汽车结构件及功能件	应用于汽车车身、底盘等领域	比亚迪、长城、赛力斯、东风日产、东风李尔、麦格纳、延锋智能、均胜电子、延锋安道拓、泰极爱思、飞运动力等
	模具	用于配套生产汽车零部件	
至信股份	冲焊零部件	均有覆盖，按照零部件部位主要分为侧围类、地板类、机舱类和其他类等	吉利汽车、长安汽车、长安福特、理想汽车、比亚迪、宁德时代等
	冲压模具	用于配套生产汽车零部件	

资料来源：公司招股书，各公司公告，申万宏源研究

4.2.1 可比公司估值倍数

选取未来三年 PE 作为基准进行相对估值，可比公司 25/26/27 年 PE 中位数为 18/14/12 倍，可比公司 25/26/27 年平均 PE 为 23/19/15 倍。考虑到可比公司中 1) 华达科技规模体量与公司较为接近，但是其业务涵盖铝合金电池盒箱体/托盘等，侧重轻量化、高强度技术，不具有完全可比性；2) 无锡振华、多利科技及博俊科技与公司业务结构相似，产品技术有重叠，但是公司规模体量相对较小，因此也不具有完全可比性；3) 常青股份、英利汽车、泰鸿万立暂无一一致盈利预期数据，计算平均值、中位数时不纳入计算。因此，分别选取可比公司估值中位数、平均值来表征可比公司的整体估值水平。其中，中位数由于依赖大小顺序，对极值、异常值可以有效剔除；而平均值对每个数据都敏感，因此 PE 平均数计算剔除大于 50 或小于 0 的异常值（2024 年 PE 剔除了华达科技、英利汽车，PE TTM 剔除了常青股份、英利汽车）。

根据计算可知，1) 截至 2025 年 12 月 12 日，整体可比公司 25/26/27 年 PE 的中位数为 18/14/12 倍。2) 可比公司平均估值水平计算结果显示，截至 2025 年 12 月 12 日，可比公司 25/26/27 年平均 PE 为 23/19/15 倍。

表 15: 至信股份与可比公司估值对比

证券代码	证券简称	2025/12/12		归母净利润 (百万元)					PE					
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	24A	24 扣非	25E	26E	27E	24A	24 扣非	25E	26E	27E	PE TTM
603358	华达科技	42.42	199.27	225	201	457	575	711	89	99	44	35	28	48
605319	无锡振华	20.89	72.52	378	371	499	616	720	19	20	15	12	10	16
001311	多利科技	31.35	83.35	425	396	404	491	582	20	21	21	17	14	35
300926	博俊科技	29.92	129.66	613	612	914	1202	1488	21	21	14	11	9	15
603768	常青股份	11.23	26.72	68	65	-	-	-	39	41	-	-	-	-38
601279	英利汽车	4.90	77.66	49	39	-	-	-	159	199	-	-	-	-158
603210	泰鸿万立	19.77	67.30	177	170	-	-	-	38	40	-	-	-	33
	平均								27	29	23	19	15	30
	中位数								38	40	18	14	12	16
	至信股份			204	185	256	289	366						

资料来源: iFind, 申万宏源研究

注: 总市值采用最近 1 个交易日市值和最近 20 个交易日平均市值的孰低值; 可比公司盈利为 iFind 一致预期, 常青股份、英利汽车、泰鸿万立暂无一一致预期; 历史 PE 平均数计算剔除异常值 (大于 50 或小于 0)。

4.2.2 至信与可比公司优劣势分析

从财务角度看，公司收入水平在同业上市公司中处于中位水平，但盈利能力有优势。

1) **营收规模中等但增速领先。**公司 2022 年至 2024 年营业收入分别为 20.91 亿元、25.64 亿元和 30.88 亿元，对应同比增长分别为 22.6% (2023 年)、20.5% (2024 年)，两年复合年增长率 (CAGR) 达 21.5%，虽略低于博俊科技的增长水平，增速表现依然处于行业领先梯队，显著优于华达科技、英利汽车等出现下滑或低速增长的公司，显示出公司良好的成长性。

2) 归母净利润高速增长。公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.71 亿元、1.32 亿元、2.04 亿元，2023 年同比增长 86.5%，2024 年同比增长 54.7%，两年 CAGR 达 69.9%，远超多数同业。可见公司不仅在净利润规模上稳步提升，在增速上也保持高速，尤其在 2024 年多数可比公司净利润下滑时公司实现近 55% 的高增长，体现出较强的盈利能力。

3) 毛利率受益于原材料成本改善。公司毛利率 2022-2024 年三年间稳步上行，2024 年毛利率达 21.7%，在八家可比公司中排名第三，次于博俊科技 (27.6%) 与无锡振华 (25.9%)，与泰鸿万立持平 (21.7%)，明显高于华达科技、常青股份和英利汽车。一方面，公司积极优化产品结构，在新车型项目的承接中重点拓展高附加值的总成本类及大型冲焊零部件业务。另一方面，主要原材料钢材价格整体呈下降趋势，叠加公司推进降本增效措施，有效提升了生产效率并降低了单位制造成本，并实现了内部成本的持续优化。

4) 四费率连续下降但相对同业较高。公司 2023、2024 年四费率同比-2.4pct/-0.5pct，但仍高于行业平均水平；25 年上半年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.12%/5.26%/3.75%/1.44%，高于行业均值。随着公司收入规模提升、生产基地逐步正式投产，各项费用率有望逐步回落至行业平均水平。具体而言：

①销售费用率：2022-2024 年在 1% 上下，公司客户结构相较于同行业较为分散，多个品牌客户的市场开发活动较多，且公司不断拓展国内生产基地布局，销售人员及销售活动增加，市场开拓工作尚未完全体现在收入规模的增长中。

②管理费用率：定州、六安、常州、张家口、宜宾、金华等生产基地陆续开工建设或扩产升级，子公司人员数量及办公费用增长，但新建基地产量规模尚处调试期或爬升期，暂未形成规模效应。

③研发费用率：公司客户相对分散，同时开展的研发项目较多；此外公司尚处于规模扩张期与客户开拓期，尚未出现明显规模效应。2022 年公司加大对新能源车型以及热成型工艺的研发投入；2023 年公司收入规模提升，研发费用率降至 3.66%；但 2024 年随着新增生产基地承接新的车型项目，研发费用率小幅提升。但总体与同行业公司不存在明显差异。2025 年上半年略有下降源于新车型陆续量产，研发投入取得成效。

④财务费用率：2022-2024 年及 2025 年上半年分别为 2.48%、2.35%、1.55%、1.44%，整体随收入规模的增长呈下降趋势。2023 年随着业务规模扩张银行借款金额持续增长，2024 年，因融资租赁及银行借款陆续到期，利息支出随之下降。

综合来看，公司在 2022-2024 年间实现了营收高增，增速全面领先于华达科技、多利科技、常青股份、英利汽车等主要可比公司，但营收规模仍然处于行业中等水平。毛利率受益于产品优化 2024 年仅次于博俊科技与无锡振华，费用率位于高位，对净利润有所拖累，但公司仍表现出较好的归母净利润增速，盈利能力有一定优势。

表 16: 至信股份与可比公司财务数据对比

营业收入 (亿元)	2022	2023	2024	25H1	毛利率	2022	2023	2024	25H1
无锡振华	17.47	23.17	25.31	12.87	无锡振华	15.4%	25.1%	25.9%	29.0%
华达科技	51.63	53.69	51.06	28.68	华达科技	14.8%	15.2%	16.0%	15.1%
多利科技	33.55	39.13	35.92	17.34	多利科技	24.5%	23.2%	21.1%	17.7%
常青股份	31.63	32.49	34.09	15.98	常青股份	15.0%	15.1%	17.0%	14.2%
博俊科技	13.91	26.00	42.27	25.12	博俊科技	25.1%	25.5%	27.6%	25.5%
英利汽车	50.94	53.18	46.93	20.83	英利汽车	10.2%	11.8%	10.9%	8.8%
泰鸿万立	14.78	15.44	16.89	9.21	泰鸿万立	22.3%	23.3%	21.7%	22.6%
至信股份	20.91	25.64	30.88	16.04	至信股份	20.4%	20.0%	21.7%	20.8%
归母净利润 (亿元)	2022	2023	2024	25H1	四费率	2022	2023	2024	25H1
无锡振华	0.81	2.77	3.78	2.01	无锡振华	8.3%	8.2%	7.3%	7.6%
华达科技	2.60	3.25	2.25	1.99	华达科技	7.4%	7.7%	8.8%	7.1%
多利科技	4.46	4.97	4.25	1.57	多利科技	6.8%	5.9%	6.6%	7.5%
常青股份	0.96	1.32	0.68	-0.21	常青股份	9.8%	10.0%	11.5%	13.2%
博俊科技	1.48	3.09	6.13	3.52	博俊科技	9.2%	8.3%	8.9%	7.7%
英利汽车	0.58	1.02	0.49	-0.36	英利汽车	8.7%	8.8%	9.3%	10.2%
泰鸿万立	1.26	1.61	1.77	0.94	泰鸿万立	9.8%	9.9%	9.4%	9.8%
至信股份	0.71	1.32	2.04	0.94	至信股份	14.7%	12.3%	11.8%	11.6%

资料来源: iFind, 申万宏源研究

表 17: 至信股份与可比公司费用率对比

销售费用率	2022	2023	2024	25H1	管理费用率	2022	2023	2024	25H1
无锡振华	0.13%	0.11%	0.10%	0.07%	无锡振华	4.48%	4.40%	3.75%	3.91%
华达科技	0.83%	1.03%	1.10%	1.04%	华达科技	3.09%	3.24%	3.55%	2.80%
多利科技	0.30%	0.29%	0.26%	0.30%	多利科技	2.43%	2.60%	3.44%	4.08%
常青股份	1.31%	0.99%	1.05%	1.72%	常青股份	3.84%	3.89%	4.64%	5.89%
博俊科技	0.46%	0.37%	0.26%	0.18%	博俊科技	4.30%	3.54%	3.27%	3.49%
英利汽车	0.45%	0.49%	0.32%	0.45%	英利汽车	3.86%	3.58%	3.98%	4.57%
泰鸿万立	1.21%	1.26%	1.16%	1.10%	泰鸿万立	3.73%	4.10%	4.35%	4.81%
平均	0.67%	0.65%	0.61%	0.69%	平均	3.67%	3.62%	3.85%	4.22%
至信股份	1.07%	0.99%	1.00%	1.12%	至信股份	6.96%	5.34%	5.31%	5.26%
研发费用率	2022	2023	2024	25H1	财务费用率	2022	2023	2024	25H1
无锡振华	3.10%	2.79%	2.48%	2.59%	无锡振华	0.59%	0.94%	1.01%	1.03%
华达科技	3.65%	3.43%	4.03%	3.02%	华达科技	-0.15%	0.03%	0.16%	0.25%
多利科技	3.70%	3.31%	3.28%	3.32%	多利科技	0.41%	-0.26%	-0.35%	-0.22%
常青股份	2.93%	3.39%	4.12%	3.91%	常青股份	1.71%	1.71%	1.71%	1.63%
博俊科技	3.66%	3.27%	3.82%	2.72%	博俊科技	0.80%	1.15%	1.57%	1.26%
英利汽车	3.86%	4.06%	4.49%	4.70%	英利汽车	0.54%	0.68%	0.55%	0.48%
泰鸿万立	3.35%	3.37%	3.15%	3.22%	泰鸿万立	1.52%	1.18%	0.72%	0.65%
平均	3.46%	3.37%	3.63%	3.35%	平均	0.77%	0.77%	0.77%	0.73%
至信股份	4.20%	3.66%	3.98%	3.75%	至信股份	2.48%	2.35%	1.55%	1.44%

资料来源: iFind, 申万宏源研究

公司的偿债能力指标在同行中处于中等水平，本次募集资金后有望进一步提升优化。公司 2022-2024 年资产负债率有所下降，2025 年上半年短期扩产导致资产负债率上升为 60.9%，高于可比公司平均水平，主要系因公司融资渠道相对单一，新产能和业务扩张主要依靠银行借款。从流动比率来看，公司 2022-2024 年流动比率较为稳定，2025 年上半年为 1.17；从速动比率来看，公司 2022-2025 年上半年速动比率在 0.90 左右，高质量流动资产能够大致覆盖短期债务。公司流动比率、速动比率低于同行业平均水平，主要系因多个生产基地产能尚处于爬坡释放状态，规模效应尚未完全显现，经营性负债规模提升，但与同行业平均水平相比不存在明显差异。上市之后，公司计划募集资金中 3 亿元用于补充流动资金，融资端的改善可以补充流动性，进一步优化资产结构、提升营运能力。

表 18：至信股份与可比公司流动比率、速动比率对比

流动比率	2022	2023	2024	25H1	速动比率	2022	2023	2024	25H1
无锡振华	1.07	0.98	0.99	1.12	无锡振华	0.86	0.83	0.87	1.01
华达科技	1.50	1.57	1.40	1.45	华达科技	0.99	1.11	0.96	0.95
多利科技	1.45	3.11	2.29	2.06	多利科技	1.01	2.55	1.66	1.36
常青股份	0.91	0.83	0.93	0.89	常青股份	0.68	0.66	0.75	0.74
博俊科技	1.02	1.15	1.04	1.07	博俊科技	0.66	0.80	0.74	0.67
英利汽车	1.43	1.73	1.52	1.58	英利汽车	0.95	1.25	1.13	1.15
泰鸿万立	0.98	0.99	1.10	1.74	泰鸿万立	0.71	0.75	0.86	1.47
平均值	1.19	1.48	1.33	1.41	平均值	0.84	1.14	0.99	1.05
至信股份	1.08	1.23	1.22	1.17	至信股份	0.86	0.93	0.96	0.90

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表 19：至信股份与可比公司资产负债率对比

资产负债率	2022	2023	2024	25H1
无锡振华	43.9%	52.3%	49.8%	56.9%
华达科技	45.2%	44.5%	45.2%	44.2%
多利科技	47.2%	20.8%	22.8%	24.2%
常青股份	55.1%	59.3%	58.6%	59.8%
博俊科技	58.7%	64.8%	64.7%	58.2%
英利汽车	47.6%	43.8%	39.4%	40.4%
泰鸿万立	56.2%	54.3%	49.4%	33.6%
平均值	50.5%	48.5%	47.1%	45.3%
至信股份	61.5%	60.0%	58.4%	60.9%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

至信股份深耕冲压焊接结构件，模具+自动化能力深厚，区位+客户卡位精准，盈利与扩张节奏较优秀，成长路径清晰。

1) **研发能力**：公司专利总量与同业相比较多，显著多于华达科技、多利科技、博俊科技、泰鸿万立。公司实现了高强度钢 980-1180 MPa 冷冲、门环产品重量减少 20%以上，生产线自动化率达 96%以上，具备研发能力。但公司研究人员学历结构有调整空间，截至 2025 年 6 月有 60%以上为大专及以上学历；工艺端覆盖面相比较少，博俊科技、英利汽车范围更广涵盖冲压、液压、注塑等。

2) 模具产线: 拥有模具产线能力, 自动化和柔性技术领先。公司拥有大江至信模具、衍数自动化机器人集成两大平台, 实现从模具开发到生产线自动化集成的完整产业链; 机器人工作站及集成业务已对外销售, 能够有效减少人工投入、缩短建站调试周期、提升产品质量稳定性。但公司产线业务范围相较固定, 而无锡振华已经开拓了精密电镀提升盈利水平, 多利科技压铸、冲压等工艺下业务范围更广。

3) 产能配套: 14 个基地覆盖范围广, 实现快速响应。公司已经形成 14 个生产基地, 除珠三角外基本实现覆盖, 能够有效控制运输成本、缩短供货周期、提升协同效率, 汽车冲焊零部件行业重资产特征强化了公司就近配套优势。但与常青股份 19 个生产基地、英利汽车超 20 个生产基地相比公司仍有差距。

4) 客户卡位: 卡位下游头部客户, 客户结构持续优化。公司深度绑定长安汽车、吉利、长安福特、蔚来; 2025 年以来陆续进入比亚迪、理想、长城、零跑、宁德时代供应链, 客户多元化能力增强。但公司客户结构仍较为集中, 可比公司多利科技配套特斯拉、理想、零跑、蔚来、比亚迪、上汽等, 客户结构更优。

表 20: 至信股份与可比公司业务情况对比

公司名称	至信相对的优势	至信相对的劣势
华达科技	业务范围相似情况下, 至信股份毛利率水平更高; 专利数量更多	华达科技产品范围更广, 覆盖新能源多个配件, 新能源趋势下增量更大
无锡振华	至信股份产能配套范围广, 无锡振华仅 9 个生产基地	无锡振华业务范围更广; 积极开拓精密电镀高毛利业务作为第二曲线, 盈利水平较好
多利科技	至信股份专利总数是其两倍有余, 毛利率逐渐追赶	多利科技客户结构更优; 压铸、冲压等工艺下的业务范围更广
常青股份	业务结构相似情况下, 至信股份毛利率水平更高	常青股份 19 个生产基地, 近距离、及时化供货与服务占优; 原材料端成本优势明显
博俊科技	至信股份专利总数是其两倍有余	博俊科技工艺更多: 依托冲压技术、焊接技术、注塑技术、模具技术、压铸技术等, 形成了公司自有的嵌件注塑等核心技术
英利汽车	业务结构相似情况下, 至信股份毛利率水平更高	英利汽车工艺更广涵盖冲压、液压、注塑等, 且生产基地超 20 个数量更多, 便于实现配套
泰鸿万立	至信股份专利总数是其两倍有余	泰鸿万立规模小但成本优势明显, 费用管控能力更强, 毛利率水平更高

资料来源: 公司招股书, 各公司公告, 申万宏源研究

综合来看, 公司当前规模体量虽然在行业中等水平, 但相较行业内可比公司在部分技术及产品领域具备一定优势, 但也有产品单一、产能布局不够完善等劣势。我们参照可比公司 2025 年估值中位数 18 倍及平均估值水平 23 倍, 基于谨慎性原则, 选取中位数为公司估值, 以剔除极值影响。因此给予公司 PE 18 倍的估值。按照公司 2025E 归母净利润预测 2.56 亿元计算, 对应公司合理市值为 45.02 亿元, 按发行后 22667 万股计算, 对应每股价值为 19.86 元。

4.3 绝对估值分析

绝对估值法(Absolute Valuation)亦称贴现法, 主要包括股利贴现模型 (DDM)、自由现金流量贴现模型 (DCF) 和期权定价法等, 其中 DCF 估值法作为最严谨的对企业和股票估值的方法使用最为广泛, DCF 估值法认为公司价值等于公司未来各年自由现金流量按照适当贴现率计算的现值之和, 扣除债权价值得出股权价值与股票价值。考虑到公司连年实现盈利, 主营业务模式成熟, 且根据招股说明书, 2025H1 业绩预计表现稳定, 能够预测未来自由现金流, 因此我们采用 DCF 估值法对公司进行估值, WACC 关键假设及估值结果如下:

无风险收益率: 采用估值时点 (2025 年 12 月 12 日) 前六个月 10 年期国债收益率平均值。

市场平均风险收益率: 采用沪深 300 指数 2018 年 12 月 31 日-2025 年 12 月 12 日之间年化收益率作为市场平均风险收益率。

Beta: 选取包含无锡振华、华达科技、常青股份、博俊科技、英利汽车、多利科技在内的可比公司相对沪深 300 的 Beta 值算术平均作为公司的 Beta 系数 (泰鸿万立因上市时间不足一年而剔除)。测算时间范围为 2024 年 12 月 12 日-2025 年 12 月 12 日, 计算周期为周; 经计算, 6 家可比公司 Beta 值分别为 0.87、0.42、1.14、1.26、0.89、1.45。

公司股权收益率 (Ke): 根据 CAPM 模型, 即 $Ke=Rf+\beta*(Rm-Rf)$ 。

名义债务成本 (Kd): 结合公司 2022-2024 年债务成本呈下降趋势, 且考虑到公司背靠大客户, 信用资质较好, 上市后融资成本有望不断降低, 预计公司债务成本 4.00%。

目标资产负债率: 考虑到可比公司除常青股份、华达科技外, 其他均在近 5 年上市, 其资产负债率情况无法作为可参考指标。因此我们参考汽车零部件板块 (申万二级行业) 的 2018-2024 年平均资产负债率。

目标所得税率: 公司为高新技术企业, 主要采用 15% 的企业所得税率, 综合考虑旗下子公司大江至信、衍数自动化、宁波至信、杭州至信、合肥至信适用所得税分级税收优惠政策, 以及未来所得税政策变动风险, 预计未来有效税率稳定在 15%。

表 21: WACC 主要参数取值及假设

资金成本主要参数	取值	取值依据
Rf: 无风险利率	1.78%	采用估值时点 (2025 年 12 月 12 日) 前六个月 10 年期国债收益率平均值
Rm: 市场平均风险收益率	6.42%	采用沪深 300 指数 2018 年 12 月 31 日-2025 年 12 月 12 日之间年化收益率作为市场平均风险收益率
Beta 系数	1.01	选取可比公司相对沪深 300 的 Beta 值算术平均作为公司的 Beta 系数。测算时间范围为 2024 年 12 月 12 日-2025 年 12 月 12 日, 计算周期为周
Ke: 公司股权收益率	6.45%	根据 CAPM 模型, 即 $Ke=Rf+\beta*(Rm-Rf)$

Kd: 公司债务成本	4.00%	结合公司 2022-2024 年债务成本呈下降趋势, 且考虑到公司背靠大客户, 信用资质较好, 上市后融资成本有望不断降低, 预计公司债务成本 4.00%
目标所得税率	15.00%	公司为高新技术企业, 主要采用 15% 的企业所得税率, 综合考虑旗下子公司大江至信、衍数自动化、宁波至信、杭州至信、合肥至信已通过高新技术企业认定, 适用所得税分级税收优惠政策, 以及未来所得税政策变动风险, 预计未来有效税率稳定在 15%
目标资产负债率	42%	使用汽车零部件板块整体的 2018-2024 年平均资产负债率
WACC	5.17%	根据 WACC 公式计算得出

资料来源: iFind, 申万宏源研究

我们认为, 公司半显性阶段为 5 年, 在此期间公司收入增速为 10%, ROIC 及 EBIT Margin 分别为 20% 及 15%, 主要是基于公司新客户的拓展和新产能的释放, 公司技术优势明显, 未来业绩有望持续增长。

在不同阶段年数方面, 1) 从行业层面看, 国内汽车市场本身还会有进一步的增长空间, 我国汽车人均汽车保有量水平与发达国家相比仍存在一定差距。据公安部统计, 2024 年全国汽车保有量 3.53 亿辆, 新注册登记 2,690 万辆, 其中新能源汽车保有量达 3,140 万辆, 新能源汽车新注册登记 1,125 万辆。根据 2024 年末全国总人口数 140,828 万人测算, 2024 年末我国千人汽车保有量约为 250.43 辆/千人, 与发达国家千人汽车保有量总体在 500-800 辆/千人的水平相比仍存在较大提升空间。同时, 无论是国产主机厂还是零部件企业也在走向海外, 有望打开更大的市场空间。**2) 从公司层面看,** 至信所处的冲焊件市场空间广阔, 目前公司总体市占率不到 1%, 仍有充足的市占率提升空间。并且公司也在与下游头部客户共成长, 如深度绑定吉利、长安、蔚来等, 并不断开拓比亚迪、长城、零跑、理想等。上述客户在汽车行业尤其是新能源领域处于上升期, 公司未来新产能的落地有望持续提升配套能力。鉴于上述考虑, 我们认为, 公司自身的扩张有望与下游行业实现共振, 2025-2027 年为快速扩张的高增长阶段, 之后增速放缓但保持稳定, 即对应 2028-2032 年为半显性阶段, 随后增速递减, 即 2033-2037 年为递减过渡阶段, 永续阶段为 2038 年及以后。

在业绩增速方面, 公司已经进入了下游头部客户的供应链体系, 并基于快速响应、就近配套原则形成 14 个基地布局, 除珠三角外其他地区基本实现产能覆盖。同时, 公司凭借在模具、智能柔性产线等方面的布局, 已经形成了一定的技术优势和管理能力。上述的布局都为公司后续获取已有客户的更多项目份额, 以及拓展新客户市场打下了良好基础。受限于整体产能规模, 公司目前市占率较低, 但公司专利数在可比公司中处于前列, 研发投入充足, 并形成了自身的优势产品(门环等)。公司在显性阶段(2025-2027 年)收入的年均复合增速为 14.68%。同时考虑到公司未来募投产能的释放, 将为 2027 年及后续的业务拓展提供有效支撑。考虑公司业绩收入基数的放大, **对于公司半显性的业绩增速, 我们保守预计为 10%。**

ROIC 方面, 2022-2024 年公司的 ROIC 由 5.7% 上升至 9.1%, 而在显性阶段, 由于公司新产能的投入爬坡, 短期内或对公司的资产运营效率有一定影响(预计 2025、2026 年 ROIC 为 8.9%、8.3%), 但随着新产能爬坡完成正式达产, 预计整体资产效率

会有进一步的提升,进而带动 ROIC 的提升。参考可比公司近年高点数据(多利科技 2021、2022 年 ROIC 分别为 26.6%、21.4%,博俊科技 2024 年为 19.0%), **我们预计公司 ROIC 在半显性阶段有望提升至 20%。**

EBIT Margin 方面, 2022-2024 年公司的 EBIT Margin 由 5.8% 上升至 8.7%, 钢材等原材料价格的下降、费用率的下降, 带动了公司盈利能力的改善。在显性阶段, 考虑到公司业务扩张所需的人员等前期投入, 我们预计公司整体 EBIT 基本处于一个相对稳定的状态(预计 2025-2027 年 EBIT Margin 分别为 8.7%、8.3%、8.7%)。而来到半显性阶段, 考虑到公司收入与业绩增速趋稳, 同时在显性阶段的人员等投入积累或开始发挥规模效应, 有望提升经营效率和成本把控, 带来盈利能力的改善以及费用率的回落, **我们预计公司的 EBIT Margin 在半显性阶段逐步增长至 15%。**

在永续阶段, 我们预计公司增速为 1.3%, ROIC 为 9.5%, EBIT Margin 为 9.0%。

在业绩增速方面, 1) 考虑到汽车冲焊件行业有一定的进入壁垒, 由于汽车产品在安全性、稳定性、质量一致性等方面的要求, 整车厂商与一级供应商确立合作关系后, 通常不会轻易更换, 因此汽车冲焊件行业有较高的进入壁垒。而公司凭借持续研发投入, 并且已经形成规模化配套能力, 与客户进行了深度绑定, 有望受益于行业集中度的提升, 支撑业绩维持稳定增加。2) 假设行业进入成熟期, 增速预计与长期 GDP 增速基本保持一致, 我们以发达国家的 GDP 增速作为永续增长率, 去除极值, 美国 2011 年至 2023 年 GDP 增速在 1.5% 至 3.0% 之间。**综合上述两方面因素, 并基于审慎原则, 我们预计在永续阶段公司增速为 1.3%。**

ROIC 方面, 伴随着行业在永续阶段进入稳定运营常态, 成本利润逐渐透明, 公司 ROIC 将逐步下降。横向对比同业可比公司, 其近五年 ROIC 均值基本保持在 7%-10% 水平。同时考虑公司下游客户基本为行业头部客户, 客户资质较好业务稳定, 且公司的模具、智能柔性产线能力可以有效赋能提升经营效率, **我们预计公司永续阶段 ROIC 水平为 9.5%。**

EBIT Margin 方面, 考虑行业然具备的壁垒, 随着行业走向成熟, 市场竞争加剧, 数量众多的中小型厂商将逐步被淘汰, 有利于格局优化。于此同时, 产品将趋向精细化定位, 产品质量把控将更为严格, 期间费用率或将上升, 成本利润逐渐透明, 带动利润率的下滑。综合考虑上述因素, 公司盈利能力将逐步回落至合理水平, **我们预计公司永续阶段 EBIT Margin 为 9.0%。**

表 22: FCFE 估值关键假设

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin	WACC
显性阶段	3	—	—	—	5.17%
半显性阶段	5	10%	20%	15%	
递减过渡阶段	5	递减	趋于稳态	趋于稳态	
永续	After 13 年	1.3%	9.5%	9%	

资料来源: iFind, 申万宏源研究

FCFF 估值过程如下:

表 23: FCFF 估值过程

单位: 百万元	历史阶段			显性阶段			半显性阶段		
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入	2,091	2,564	3,088	3,927	4,341	5,165	5,681	6,249	6,874
收入增长率		22.6%	20.5%	27.2%	10.5%	19.0%	10.0%	10.0%	10.0%
收入增长率 YoY 变化			-2.1%	6.7%	-16.6%	8.4%	-9.0%	0.0%	0.0%
EBIT	121	211	269	341	361	450	566	701	858
EBIT Margin	5.8%	8.2%	8.7%	8.7%	8.3%	8.7%	10.0%	11.2%	12.5%
EBIT Margin YoY 变化		2.4%	0.5%	0.0%	-0.4%	0.4%	1.3%	1.3%	1.3%
减: 现金税	-3	26	21	51	54	67	85	105	129
有效税率	-2.7%	12.5%	7.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
NOPLAT	124	185	248	290	307	382	481	596	729
期末投入资本	2,171	2,398	2,725	3,273	3,685	3,978	4,117	4,331	4,603
ROIC	5.7%	7.7%	9.1%	8.9%	8.3%	9.6%	11.7%	13.8%	15.8%
ROIC YoY 变化							2.1%	2.1%	2.1%
企业自由现金流		-43	-79	-258	-105	89	341	383	457
企业自由现金流-折现值				-246	-95	77	279	297	338

单位: 百万元	半显性阶段		递减过渡阶段					永续
	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	TV
收入	7,561	8,318	9,029	9,670	10,216	10,645	10,938	11,080
收入增长率	10.0%	10.0%	8.6%	7.1%	5.7%	4.2%	2.8%	1.3%
收入增长率 YoY 变化	0.0%	0.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
EBIT	1,039	1,248	1,264	1,257	1,226	1,171	1,094	997
EBIT Margin	13.7%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%
EBIT Margin YoY 变化	1.3%	1.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
减: 现金税	156	187	190	189	184	176	164	150
有效税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
NOPLAT	883	1,060	1,074	1,069	1,042	995	930	848
期末投入资本	4,928	5,302	5,887	6,476	7,065	7,656	8,264	8,922
ROIC	17.9%	20.0%	18.3%	16.5%	14.8%	13.0%	11.3%	9.5%
ROIC YoY 变化	2.1%	2.1%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.7%
企业自由现金流	559	686	490	480	453	404	322	189
企业自由现金流-折现值	393	458	311	290	260	220	167	2,541

资料来源: iFind, 申万宏源研究

基于以上假设测算, 考虑到折现率 (WACC)、永续增长率正负波动 0.2pct 的情况下, 公司合理市值区间为 40.58-47.43 亿元 (中枢 43.94 亿元), 按发行后 22667 万股计算, 对应每股价值为 17.90-20.93 元。

表 24: FCFF 估值结果

单位: 百万元, 元, 百万股	价值	比率
显性半显性递减过渡价值	2,750	50%
终值	2,541	47%
核心企业价值	5,291	97%

加：非核心长期投资	0	0%
货币资金	154	3%
交易性金融工具净值	2	0%
企业总价值	5,447	100%
减：付息债务	1,306	24%
少数股东权益价值	0	0%
少数股东权益	0	
少数股权 PB	1.00	
股权价值	4,141	76%
总股本	227	
每股价值	18.27	
最新每股价值 (2025/12/12)	19.38	
最新股权价值 (2025/12/12)	4394	

资料来源：iFind，申万宏源研究

表 25：公司 FCFF 敏感性分析

每股价值 单位：元	永续增长率									
	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	
4.6%	24.44	24.20	23.94	23.65	23.32	22.95	22.52	22.04	21.47	
4.8%	23.07	22.81	22.53	22.22	21.87	21.48	21.03	20.53	19.95	
5.0%	21.82	21.55	21.25	20.93	20.56	20.16	19.71	19.20	18.61	
WACC 5.2%	20.67	20.39	20.09	19.75	19.38	18.98	18.52	18.01	17.44	
5.4%	19.60	19.32	19.02	18.68	18.31	17.90	17.45	16.95	16.39	
5.6%	18.62	18.34	18.03	17.69	17.33	16.93	16.48	15.99	15.44	
5.8%	17.71	17.42	17.12	16.79	16.43	16.03	15.60	15.12	14.59	

资料来源：iFind，申万宏源研究

4.4 估值结论

相对估值结果：公司合理市值为 45.02 亿元，按发行后 22667 万股计算，对应每股价值为 19.86 元。

绝对估值结果：公司合理市值区间为 40.58-47.43 亿元（中枢 43.94 亿元），按发行后 22667 万股计算，对应每股价值为 17.90-20.93 元。

综合两种估值结果，相对估值结果落在绝对估值结果区间内，出于审慎性考虑，我们取绝对估值结果下限作为最终估值结果下限，取相对估值结果作为最终估值结果上限，**预计至信股份合理市值区间为 40.58-45.02 亿元，对应每股价值为 17.90-19.86 元。**对应公司 2024 年归母净利润 PE 区间为 19.90-22.07 倍，对应 2024 年扣非归母净利润 PE 区间为 21.97-24.37 倍，对应 2025 年预测归母净利润区间为 15.84-17.57 倍。

截至 2025 年 12 月 12 日，至信股份所处的汽车制造业（C36）近 1 个月行业平均静态市盈率为 28.33 倍，可比公司 2024 年归母净利润、扣非归母净利润对应 PE 均值为 27.45、28.56 倍（剔除异常值）。

表 26: 公司合理估值区间

	相对估值法 (亿元)	绝对估值法 (亿元)	最终结果 (亿元)	PE (对应 2024 年 归母净利润)	PE (对应 2024 年 扣非归母净利润)	PE (对应 2025 年 预计归母净利润)
估值上限	45.02	47.43	45.02	22.07	24.37	17.57
估值下限		40.58	40.58	19.90	21.97	15.84

资料来源: iFind, 申万宏源研究

5. 风险提示

5.1 盈利预测假设条件不成立对公司盈利预测及估值结论的风险

盈利预测假设条件不成立对公司盈利预测和估值结论的风险。如前所述,我们对公司各大板块业务主要盈利预测假设条件是结合行业景气度、公司竞争优势、公司已有订单及未来战略制定。如果受到宏观经济与政策变化、市场竞争加剧高于预期、技术迭代不及时导致公司竞争优势降低以及公司已有订单受内外部因素影响推进缓慢等影响,盈利预测的假设条件较大程度偏离,可能会导致公司最终的收入及净利润等盈利预测结论不成立;亦可能导致估值结论的判断出现偏离。

我们预计公司 2025-2027 年营收 39.27/43.41/51.65 亿元,分别同比增长 27.2%/10.5%/19.0%;归母净利润分别为 2.56/2.89/3.66 亿元,分别同比增长 25.6%/13.0%/26.5%。分别考虑收入符合预期、小幅低于预期(低于预期 10%)、大幅低于预期(低于预期 20%)以及毛利率符合预期、小幅低于预期(低于预期 10%)、大幅低于预期(低于预期 20%)的情形,对盈利预测及估值结论进行敏感性分析。

表 27: 2025-2027 年预测归母净利润敏感性分析 (亿元)

营业收入变化	符合预期	低于预期 10%	低于预期 20%
2025-2027 年收入	39.27/43.41/51.65	35.34/39.07/46.48	31.41/34.73/41.32
2025-2027 年归母净利润	2.56/2.89/3.66	2.39/2.64/3.33	2.22/2.38/3.00
毛利率变化	符合预期	低于预期 10%	低于预期 20%
2025-2027 年毛利率	20%/19%/19%	18%/17%/17%	16%/15%/16%
2025-2027 年归母净利润	2.56/2.89/3.66	1.87/2.18/2.77	1.18/1.46/1.86

资料来源: iFind, 申万宏源研究

绝对估值法下,基于上述盈利预测结果,盈利预测假设条件不成立对绝对估值影响:

表 28: 估值结论 (FCFF 法) 敏感性分析 (亿元)

营业收入变化	符合预期	低于预期 10%	低于预期 20%
2025-2027 年收入	39.27/43.41/51.65	35.34/39.07/46.48	31.41/34.73/41.32
股权价值	43.94	40.86	37.79
毛利率变化	符合预期	低于预期 10%	低于预期 20%
2025-2027 年毛利率	20%/19%/19%	18%/17%/17%	16%/15%/16%
股权价值	43.94	40.17	36.41

资料来源：iFind，申万宏源研究

5.2 市场波动风险及可比公司估值波动风险

2025 年以来，市场整体以及行业内可比公司股价均出现不同程度的回撤。近一个月以来，上证指数涨跌幅为-2.8%，我们选取的可比公司及其涨跌幅分别为华达科技（-14.0%）、无锡振华（-3.0%）、多利科技（+22.9%）、博俊科技（-7.7%）、常青股份（-10.3%）、泰鸿万立（-6.2%）、英利汽车（+4.5%），整体股价波动较大，且当前市场影响要素难以估量，因此存在市场波动风险及可比公司估值波动风险。

5.3 主营业务收入不及预期风险

5.3.1 主要客户相对集中的风险

2022-2024 年度及 2025 年 1-6 月，前五大客户销售额占营业收入比例分别为 73.86%、79.77%、74.82%和 68.00%，集中度较高。若核心客户合作发生重大不利变化或战略转型不达预期，将对公司经营和财务状况造成重大不利影响。

5.3.2 市场开拓不及预期的风险

整车厂商对零部件质量要求严格，认证周期长。尽管已成功进入长安汽车、吉利汽车等供应链，并拓展理想汽车、宁德时代等客户，但因审周期长、新车研发周期长，存在未能达成合作或订单收入少于预期的风险。

5.3.3 原材料价格波动风险

主要原材料为车用钢材，2022-2024 年度及 2025 年 1-6 月，直接材料成本占主营业务成本的比例分别为 68.99%、66.55%、66.54%和 65.85%。若钢材价格大幅上涨且无法向下游转嫁，将导致生产成本上升、毛利率下降，盈利能力受影响。

5.3.4 资产抵押的风险

公司规模扩大导致营运资金需求增长，主要房屋建筑物、土地使用权等用于抵押借款。若资金安排不当，出现周转困难，可能面临资产被处置风险，影响正常经营。

5.3.5 产能消化风险

募投项目虽能提升产能和竞争力，但从建设到投产需较长时间。若期间宏观经济、行业景气度或客户市场地位发生重大变化，可能导致实际订单获取不及预期，新增产能无法消化，投资回报不达预期。

5.3.6 贸易政策变动风险

公司境外销售以欧洲为主，国际贸易摩擦加剧、出口政策调整、保护主义抬头等均可能影响整车产品的境外销售，进而对公司经营业绩产生直接影响。

5.4 技术、财务、管理及内控风险

5.4.1 技术开发人才流失的风险

公司专注于汽车冲焊零部件及相关模具的研发、生产，掌握智能制造与自动化核心技术。若核心技术人员或管理人员流失，或核心技术外泄，将对公司发展造成较大不利影响。

5.4.2 财务风险

1、产品价格下降及毛利率波动风险

公司产品为非标定制，价格由协商确定。汽车行业普遍采用“前高后低”定价策略，若整车厂在采购零部件时下调报价，而公司无法通过提升效率抵消，将影响盈利能力。

2、应收账款规模增加及回收风险

2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，应收账款账面价值分别为 86,264.32 万元、92,865.82 万元、113,268.07 万元和 105,278.78 万元，占流动资产比例达 48.31%。前五名客户合计占比高达 62.85%。若下游客户经营恶化，可能导致回款延迟或坏账，影响经营成果和财务状况。

3、存货余额较大风险

2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，存货账面价值分别为 32,361.83 万元、42,845.21 万元、43,012.30 万元和 49,982.74 万元，占流动资产比例达 22.94%。由于“零库存”采购模式需提前备料，存货金额较高。若不能有效管理，可能随业务扩张进一步增长，带来资金压力。

4、税收优惠政策变化的风险

至信股份及其子公司大江至信、衍数自动化、宁波至信、杭州至信、合肥至信已通过高新技术企业认定，享受按 15% 的税率缴纳企业所得税的税收优惠；至信股份、陕西至信、贵州至信属于设在西部地区的鼓励类产业，报告期内减按 15% 的税率计缴企业所得税。

5.4.3 管理及内控风险

1、实际控制人不当控制的风险

陈志宇、敬女士合计持股 83.75%，为实际控制人。其行为可影响公司战略、决策、利润分配等重大事项。若利用身份干预公司治理，可能损害公司利益及其他股东权益。

2、公司规模扩张带来的管理风险

公司已在重庆、杭州、宁波、合肥、西安、芜湖、常州、定州、张家口、宝鸡、贵阳、哈尔滨、宜宾、金华等十余地设生产基地。随着基地增多，对人力资源、安全生产、内部控制提出更高要求。若管理能力跟不上，将带来相应管理风险。

3、未为部分员工缴纳社保和公积金的风险

报告期内存在未为部分员工缴纳社保和公积金情形。虽未因此被处罚，但未来仍可能被追缴并面临行政处罚，对公司造成潜在法律与财务风险。

5.5 其他风险

5.5.1 发行失败风险

股票市场价格受公司经营、宏观经济、政策调控、利率汇率、投资者预期等多种因素影响。本次发行可能因认购不足或未达到上市条件而导致发行失败。

5.5.2 募集资金投资项目无法按照预期实施的风险

募集资金拟用于“冲焊生产线扩产及技术改造项目”和“补充流动资金”，围绕主营业务布局，旨在增强核心竞争力。若市场环境剧变或公司组织管理模式未能适应变化，导致项目延期或无法完成，可能对公司业绩产生不利影响。

5.5.3 募投项目新增折旧摊销对经营业绩造成不利影响的风险

项目建成后，新增固定资产折旧和长期待摊费用较多。若项目未能实现预期经济效益，折旧和摊销将拖累公司盈利水平。

5.5.4 股价波动的风险

上市后股价受公司自身经营状况影响，也受国际国内宏观经济、经济政策、资本市场波动、供求关系、市场心理及突发事件等因素影响，存在波动风险。投资者应审慎判断投资风险。