

多利科技(001311.SZ)/汽车

证券研究报告/公司深度报告

2023年3月27日

评级：买入（首次）

市场价格：84.3元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

Email: liuxc03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,684	2,772	3,355	3,924	4,771
增长率 yoy%	5%	65%	21%	17%	22%
净利润(百万元)	156	386	445	533	661
增长率 yoy%	-22%	148%	16%	20%	24%
每股收益(元)	1.10	2.73	3.15	3.77	4.67
每股现金流量	2.07	1.46	3.29	4.32	5.01
净资产收益率	15%	27%	24%	23%	22%
P/E	76.6	30.9	26.7	22.3	18.0
P/B	11.6	8.4	6.5	5.1	4.0

备注：数据截至 2023/03/27

报告摘要

- 专注新能源的冲压件隐形冠军，打造全产业链一体优势，盈利领先同行。**公司主营汽车白车身冲压及焊接零部件和相应产品模具的开发、生产和销售，具备集模具、检具开发制造、大中小型件冲压、总成焊接拼装一体的全产业链能力，30年精耕细作现为特斯拉、理想、蔚来、上汽大众、上汽通用等主机厂供应商。全产业链垂直一体布局有效缩短模具制造的周期、提高模具产品的精度，有效控制整体生产成本、提高产品尺寸精度和合格率，公司2022年毛利率24.5%，净利率13.3%，处于同行第一水平。
- 基本盘业务已在客户、盈利上证明商务&成本管控能力强，绑定新能源大客户带来确定性高增长、高盈利。**公司深度配套特斯拉、理想等新能源大客户，2022年上半年特斯拉、理想收入占比分别为44.6%、12.3%，有望受益于特斯拉、理想新车型以及规模快速放量。客户优质支撑公司业绩持续成长的确定性和盈利的稳定性，20-22年公司收入CAGR=41.1%，归母净利润CAGR=68.9%。
- 切入一体压铸开辟新成长，中长期打造为白车身总成供应商。**公司主营集白车身冲压零部件、总成焊接拼装一体，对白车身总成件理解较深，掌握多种跨材料/工艺连接技术。2020年下半年开始布局一体化压铸，在人才&技术&设备上进行了储备，已采购布勒6100T压铸机。新能源催生一体化压铸工艺革命，是从0到1的潜在千亿市场，公司此前深耕白车身件（冲压、焊接工艺），产业趋势捕捉敏锐，布局压铸补齐工艺以打造白车身总成供应商。
- 盈利预测：**预计22-24年公司收入分别为33.6亿元、39.2亿元、47.7亿元，同比增速分别为21%、17%、21.6%，归母净利润4.5亿元、5.3亿元、6.6亿元，同比增速分别为15.5%、19.7%、23.9%，对应当前22-24年PE 27X、22X、18X，看好公司新能源大客户全球化以及公司新客户开拓进展，新业务一体压铸有望加速从1到N，中长期具备成为白车身总成供应商潜力，首次覆盖，给予“买入”评级，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新能源销量不及预期、新客户拓展不及预期、新业务进展不及预期、原材料大幅上涨、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

基本状况

总股本(百万股)	141
流通股本(百万股)	35
市价(元)	84.30
市值(百万元)	11,914
流通市值(百万元)	2,979

股价与行业-市场走势对比

相关报告

内容目录

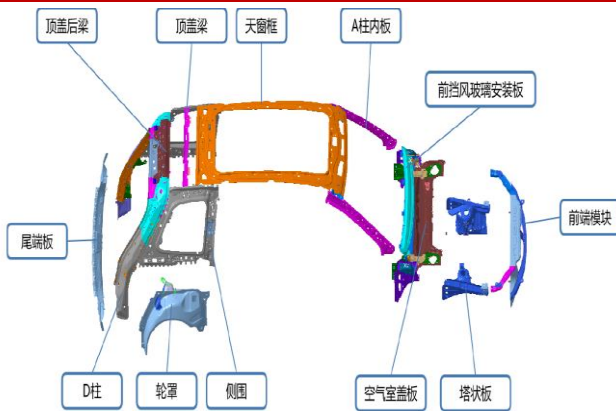
1 公司概况：冲压件隐形冠军，盈利领先同行	- 3 -
2 行业分析：冲压行业空间大但内卷，一体压铸方兴未艾	- 7 -
3 竞争力：商务&成本管控能力强，对白车身总成理解较深	- 11 -
4 投资逻辑：绑定新能源大客户带来确定增长，切入一体压铸开辟新成长，中长期 打造白车身总成供应商	- 12 -
5 盈利预测	- 14 -
6 风险提示	- 15 -

1 公司概况：冲压件隐形冠军，盈利领先同行

■ 冲压件隐形冠军，客户结构优质

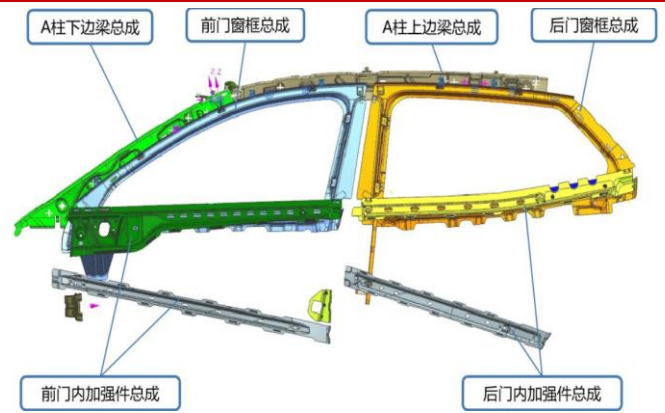
公司前身上海多利汽车配件厂成立于 1992 年，是村办集体企业，2008 年改制为多利有限，曹达龙先生（上海多利汽车配件厂厂长）与邓丽琴女士（上海多利汽车配件厂销售总监）获得公司所有权益。公司主营汽车白车身冲压及焊接零部件和相应产品模具的开发、生产和销售，是集模具、检具开发制造、大中小型件冲压、总成焊接拼装于一体的汽车零部件生产制造商，具有较强的研发、生产制造能力和整体配套方案设计能力，经过多年发展成为特斯拉、理想、蔚来、上汽大众、上汽通用等主机厂 tier1。

图表 1：公司主营产品汽车白车身冲压零部件



来源：招股书，中泰证券研究所

图表 3：公司主营产品汽车白车身冲压零部件

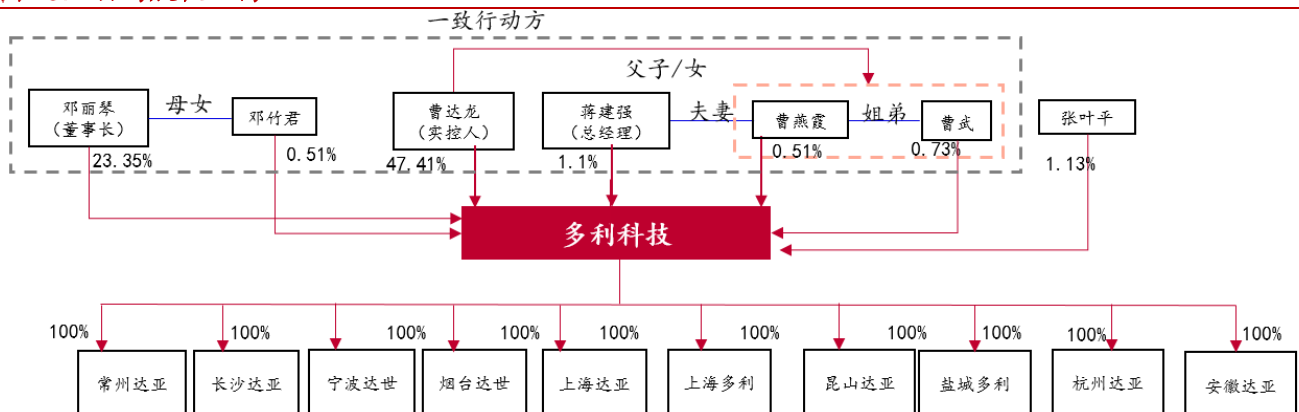


来源：招股书，中泰证券研究所

■ 股权结构：曹、邓家族共同控制，持股高度集中

公司实际控制人曹达龙先生持有公司 47.41% 股权，董事长邓丽琴女士直接持有公司 23.35% 的股权，曹达龙、邓丽琴、蒋建强、曹武、曹燕霞、邓竹君为一致行动人，共直接持有公司 73.61% 的股权，持股高度集中。

图表 3：公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 围绕安徽、长三角汽车产业集群属地化建厂

公司围绕客户生产基地为中心组织生产、运输布局，各子公司分工明确并具有协同性。其中昆山达亚负责设计、生产冲压模具，再由多利科技、

昆山达亚、长沙达亚、烟台达世、常州达亚、上海达亚、盐城多利通过冲压、焊接等工序生产汽车冲压零部件，最后通过上海多利、昆山达亚两个销售主体销售至客户，此外宁波达世作为产品物流中转仓库，负责宁波地区客户的产品仓储、配送。

图表 4: 围绕安徽、长三角汽车产业集群属地化建厂



来源：招股书，中泰证券研究所

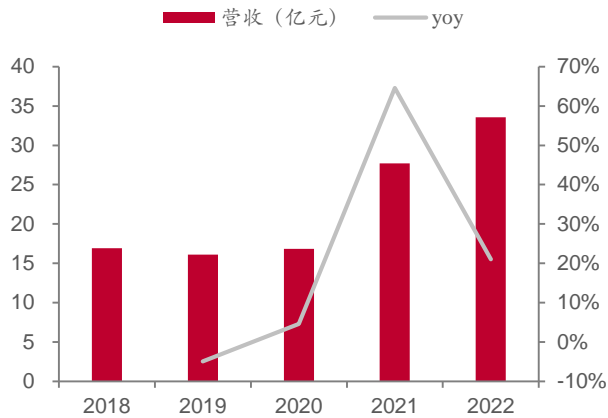
图表 5: 产能辐射半径内客户资源丰富且优质



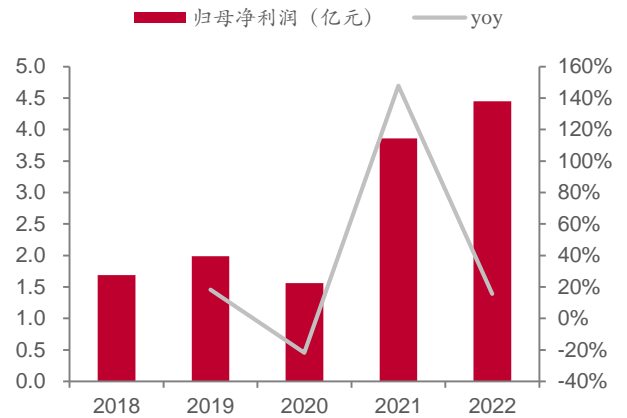
来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 客户：全面拥抱新能源，客户结构不断优化

公司2018年起发力新能源客户，2018年定点了特斯拉model 3和model Y、理想one、蔚来ES6等车型，2020年开始随着特斯拉、理想汽车、

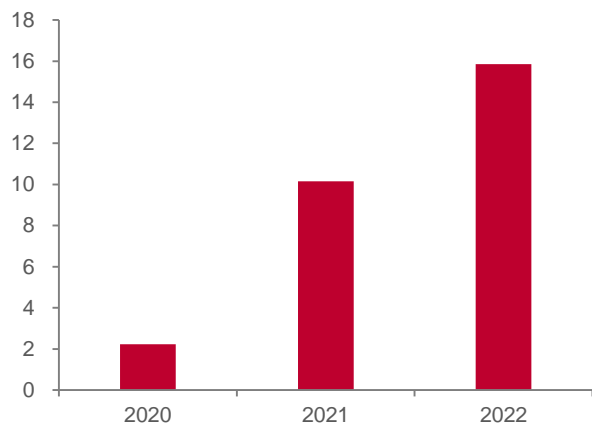


来源：公司公告，中泰证券研究所



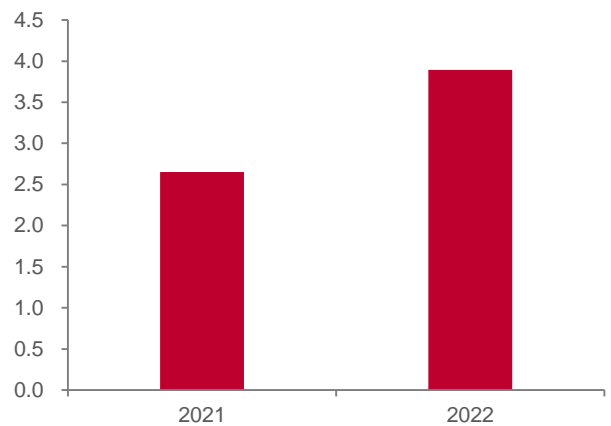
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 2020-2022 年特斯拉收入快速增长 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12: 2021-2022 年理想收入快速增长 (亿元)



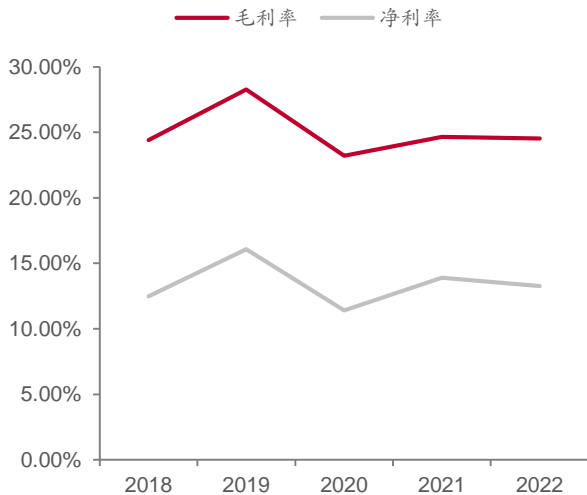
来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 盈利指标：盈利能力优异且稳定，领先同行

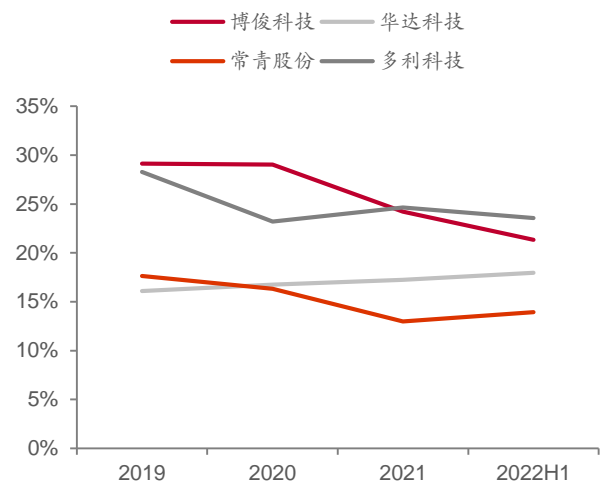
过去 5 年公司毛利率、净利润基本维持在 23%-28%、11%-16% 的水平。2019 年公司冲压零部件的毛利率较高，主要是当期毛利率相对较高的零部件产品的销量和收入占比有所提高，以及 2019 年钢材采购价格下降。2020 年毛利率下降主要是新能源客户开始放量，新能源铝合金用量大幅提升致原材料成本占比提升。与同类公司相比，公司毛利率水平相对领先，我们判断原因为：1) 产业链垂直一体化构筑低成本；2) 客户优质带来放量确定性、产能利用率维持较高水平；3) 自动化水平较高，人均产出高于同行。

图表 13: 公司毛利率、净利率整体稳定

图表 14: 公司毛利率领先同行



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

2 行业分析：冲压行业空间大但内卷，一体压铸方兴未艾

- 预计我国 2022 年乘用车冲压件市场规模超过 2300 亿元。汽车制造工艺中有 60%~70% 的金属零部件需冲压加工成形，冲压件广泛应用于如车身上的各种覆盖件、车内支撑件、结构加强件，以及大量的汽车零部件如发动机的排气和进油弯管及消声器、空心凸轮轴、油底壳、发动机支架、整车框架结构件、横纵梁等。根据华经产业研究院，单车配套价值超 1 万元，预计我国 2022 年乘用车冲压件市场规模超过 2300 亿元。
- 冲压工艺成熟，冲压件种类繁多，市场相对分散。冲压企业分为两大类，一类是主机厂旗下的冲压企业，通常对某一家主机厂供应产品；另一类是第三方冲压企业，以民营企业为主（包含内外资），客户范围广、产品种类多，具有规模优势、市场反应机制更为灵活。从市场格局来看，第一梯队为国外汽车巨头在国内的合资企业；第二梯队为包括公司在内的国内大型民营冲压件生产企业；第三梯队为中小型冲压件厂商。
- 主要竞争点在于客户资源（商务能力）、模具能力（提升产品良率以及生产效率）、产业链垂直一体能力（降低成本）。

图表 15: 冲压件市场格局

特点

第一梯队：国外汽车巨头在国内的合资公司

规模大，生产技术先进

第二梯队：国内大型民营冲压件企业

初具规模，具备自主模具设计制造能力

第三梯队：中小型冲压件厂商

尚未形成规模，研发、生产技术、模具开发不足

来源：招股书，中泰证券研究所

图表 16: 冲压件主要公司基本情况

	多利科技	长华集团	博俊科技	华达科技	祥鑫科技	无锡振华	英利汽车	金鸿顺	常青股份	
成立时间	2010	1993	2011	2002	2004	1989	2006	2003	1988	
地点	安徽滁州	浙江慈溪	江苏昆山	江苏靖江	广东东莞	江苏无锡	吉林长春	江苏张家港	安徽合肥	
主营业务	汽车专用高强度紧固件（螺栓、螺母、异形件）、冲焊集成件（天窗加强版总成、仪表总成、后副车架加强件、车轮罩、地板中横梁、前副车架等）、铸铝冲焊集成副车架	冲压件（框架、传动等精密零件和生产性模具）、塑业务（天窗、车窗等注塑组件）、白车身业务（车身模块化、仪表台骨架等总成）	冲压件（框架、传动等精密零件和生产性模具）、塑业务（天窗、车窗等注塑组件）、白车身业务（车身模块化、仪表台骨架等总成）	车身零部件（车身总成焊接件、纵横梁（天窗）、轮罩、立柱（侧围、尾灯）等系列产品；新能源零部件包括电池箱托盘、电机壳、电机轴等	汽车精密冲压模具和金属结构件（动力电池箱体、轻量化车身结构件、热交换系统精密部件、底盘系统部件等）；通信设备精密冲压模具和金属结构件（户外基站金属结构件、IDC机箱、功能性插箱等）；其他精密冲压模具和金属结构件（光伏逆变器、储能机柜、充电桩机箱等）	汽车精密冲压模具和金属结构件（动力电池箱体、轻量化车身结构件、热交换系统精密部件、底盘系统部件等）；通信设备精密冲压模具和金属结构件（户外基站金属结构件、IDC机箱、功能性插箱等）；其他精密冲压模具和金属结构件（光伏逆变器、储能机柜、充电桩机箱等）	汽车冲压及焊接零部件、模具、以及提供分拼总成加工服务	金属零部件（仪表板骨架、防撞梁、门框、EV电池下壳体、车身冲压件等）、非金属材料（前端框架、车底护板、备胎仓、EV电池上壳体、电瓶托盘、轮罩等）	汽车车身冲压及焊接零部件、模具、以及提供分拼总成加工服务	汽车车身冲压及焊接零部件、模具、以及提供分拼总成加工服务
主要客户	东风本田、一汽大众、上汽通用、上汽大众、特斯拉、理广汽本田、上汽丰田、理想、上汽集一汽丰田、东风日产、大众、福特、通用、上汽大长安福特、上汽三菱、上汽、东风神龙、上汽吉利汽车、长城、蔚来等汽车、上汽集团、奇瑞汽车、江铃汽车及汽车新势力车企	东风本田、一汽大众、上汽通用、上汽大众、特斯拉、理广汽本田、上汽丰田、理想、上汽集一汽丰田、东风日产、大众、福特、通用、上汽大长安福特、上汽三菱、上汽、东风神龙、上汽吉利汽车、长城、蔚来等汽车、上汽集团、奇瑞汽车、江铃汽车及汽车新势力车企	东风本田、广汽本田、一汽大众、上汽大众、上汽丰田、东风日产、特斯拉、上汽通用、广汽乘用车、一汽、北汽、小鹏、理想、宁德时代、上汽时代、蜂巢、华人运通等	东风本田、广汽本田、一汽大众、上汽大众、上汽丰田、东风日产、特斯拉、上汽通用、广汽乘用车、一汽、北汽、小鹏、理想、宁德时代、上汽时代、蜂巢、华人运通等	广汽埃安、吉利汽车、比亚迪、宁德时代、华为、德赛西威、本特勒、佛吉亚、法雷奥、孚能科技、欣旺达、国轩高科、亿纬锂能等	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、神龙汽车、理想汽车、特斯拉、安徽大众、飞凡汽车、东风乘用车、东风岚图、长城汽车、联合电子等	上汽大众、上汽通用、上汽江淮、福田戴姆勒、华晨宝马、沃乘用车、一汽姆勒、重汽、尔沃亚太、上汽大众、广汽乘陕汽、奇瑞、吉利汽比亚迪、合众车、本特勒、新能源等	上汽大众、上汽通用、上汽江淮、福田戴姆勒、华晨宝马、沃乘用车、一汽姆勒、重汽、尔沃亚太、上汽大众、广汽乘陕汽、奇瑞、吉利汽比亚迪、合众车、本特勒、新能源等	上汽大众、上汽通用、上汽江淮、福田戴姆勒、华晨宝马、沃乘用车、一汽姆勒、重汽、尔沃亚太、上汽大众、广汽乘陕汽、奇瑞、吉利汽比亚迪、合众车、本特勒、新能源等	上汽大众、上汽通用、上汽江淮、福田戴姆勒、华晨宝马、沃乘用车、一汽姆勒、重汽、尔沃亚太、上汽大众、广汽乘陕汽、奇瑞、吉利汽比亚迪、合众车、本特勒、新能源等
2021收入	27.72亿	15亿	8.1亿	47.17亿	23.71亿	16.82亿	45.95亿	5.15亿	30.09亿	

来源：各公司公告，中泰证券研究所

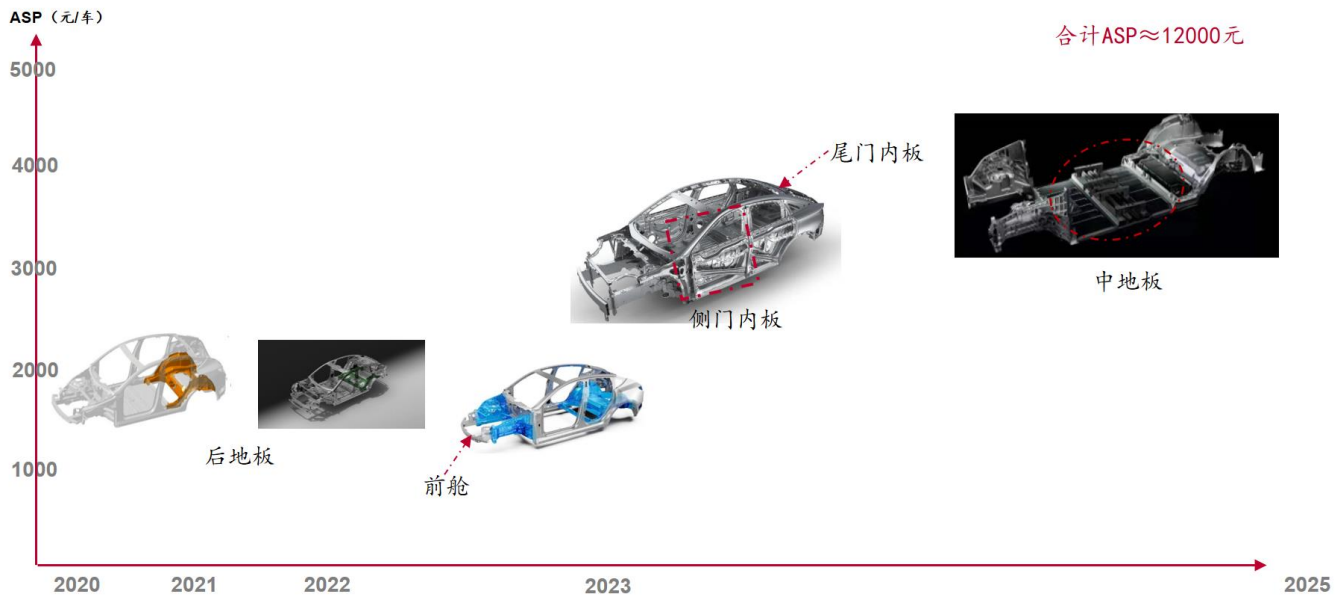
- 一体压铸行业—从 0 到 1 的潜在千亿市场，当前仍处于导入初期
- 车身工艺革命方兴未艾，一体化压铸是效率、降本、轻量化的最优工艺，特斯拉率先落地，全行业积极跟进布局，行业趋势明确。2020 年特斯拉率先在 model Y 上量产，自 2021 年起蔚来、理想、小鹏、华为问界等国内新势力抢先布局，奔驰、福特、大众、沃尔沃、长安、一汽等国内外传统主机厂也加紧规划，行业趋势明确。

图表 17: 全行业主机厂积极布局一体化压铸

车企	规划
蔚来	2021年10月，蔚来宣布成功验证制造大型压铸件的免热处理强韧化压铸铝合金新材料，该材料是蔚来与帅翼驰联合开发，将会应用在蔚来第二代平台车型上。2021年12月蔚来发布新车ET5，该车后座板使用一体压铸工艺。
小鹏	购入2台7300吨压铸机，小鹏武汉工厂在常规的冲压、焊接、涂装车间基础上，增加一体化压铸工艺车间，据《压铸周刊》报道，武汉工厂将引进一套以上超大型压铸岛及自动化生产线。
高合	和上海交大轻合金国家工程中心达成战略合作，全球首发TechCastTM超大铸件用低碳铝合金免热处理材料，该材料有望应用于一体式大型压铸车身薄壁结构件、门盖内板、电池包壳体等超大铸件上，并在高合汽车后续车型上大批量采用。
大众	据德国《商报》，大众将于2026年生产新一代电动汽车Trinity项目，并将建立一座全新的工厂，大众计划在Trinity项目中引入一体化压铸技术。
沃尔沃	2021年10月沃尔沃在瑞典挂牌上市，70%的募集资金将用于电动化转型，包括在工厂中添置大型压铸机，以生产一体成型的车身以及新增电驱动和内置电池的生产线等。
奔驰	2022年1月概念车型VISION EQXX采用一体化压铸，整个车身后部由一块独立完整的铝合金铸件形成
长安	2022年7月长安底盘分公司一体化压铸能力建设项目环评发布，将建成年产28万套一体式前舱、后地板的生产能力。
小米	2022年4月小米汽车发布大型压铸零件高精度机加中心招标项目，根据《压铸周刊》小米汽车已与国内某主流品牌压铸机制造商签约，向其采购一台以上超大吨位压铸机用于一体化压铸汽车零部件生产制造项目。
上汽	2022年6月上汽集团透露上汽一体化压铸技术已经进入立项阶段。
一汽	2022年5月一汽铸造引进伊之密9000T压铸机，将解决未来生产大型汽车结构件的工艺瓶颈

来源：各公司公告、压铸周刊等，中泰证券研究所

图表 18：一体化压铸应用范围、ASP 与预计量产时间



来源：中泰证券研究所

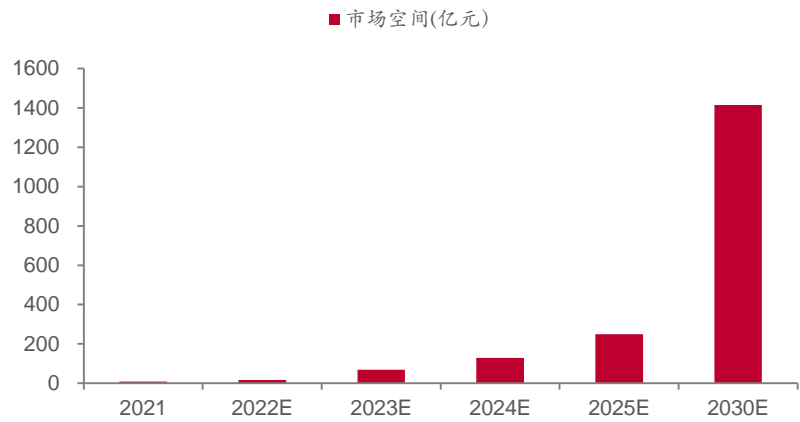
- 预计到2025年一体压铸制造环节市场规模有望达到249.3亿元，21-25年CAGR=134.8%。

驱动因素为：

1) 价维度-应用范围持续扩大：23年之前以后地板为主，23年前舱、CD柱开始起量，24-25年预计电池上盖、托盘逐步投入量产。

2) 量维度-行业渗透加速: 23 年之前只有特斯拉 model Y 单一车型, 23 年国内新势力步入量产, 24 年开始预计国内外传统车企有望步入量产。

图表 20: 一体化压铸制造环节市场空间测算



来源: 中泰证券研究所测算

■ 一体压铸行业格局—产业初期，格局未定，大有可为。

一体化压铸是更大、集成度更高的铝压铸车身体件，后地板是对后纵梁+后横梁+轮罩等进行了集成，前总成是对减震塔、前纵梁等进行了集成，车身体件一般为承载或受力件，通常尺寸大、壁薄、具备良好的延伸率、既有较高的屈服强度和抗拉强度等特性，此前主要应用于高端车型上，国内仅极少数供应商具备量产经验，主要包括文灿股份、广东鸿图、拓普集团等，铝压铸车身体件龙头具备转型先发优势，根据公开信息，目前这三家公司已领先行业斩获一体压铸订单，但其余供应商均已在设备、研发团队、技术上进行了储备。

图表 21: 全行业供应商一体压铸布局布局情况 (压铸机、产品、订单)

公司	大型压铸机采购数量(台)	目标产品	已公告订单进展
文灿股份	6000T*6、9000T*6、7000T*3	一体化前车身、一体化后底板、一体化电池托盘、一体化底盘、CD 柱一体化	①头部新能源主机厂前后和侧围一体化大铸件；②，某汽车客户某车型 4 个大型一体化铸件；③两家新势力头部客户大型一体化结构件后地板、前总成、CD 柱产品
多利科技	6100T*3、9200T*1	一体压铸结构件	
拓普集团	7200T*6、4500T*10	一体化后底板、前机舱、后底板及电池壳体	高合汽车一体压铸后舱
瑞立集团	6800T*1、8000T*1、9000T*1	车身、底盘等大型结构件一体化	
爱柯迪	4400T*4、6100T*2、8400T*2	多合一壳体、一体化电池托盘、一体化结构件	
泉峰汽车	5000T*1、6000T*2、规划 4200T*1、4400T*1、6000T*1、8000T*1	多合一壳体、一体化电池托盘、一体化结构件	
美利信	6600T*2、8800T*3、未来三年内增加 10 台左右 6600T 和 8800T	一体化汽车结构件	
广东鸿图	6800T*1、12000T*1、7000*1 (伊之密)，规划 6 台 6000T 以上	一体化前舱总成、一体化后底板总成、一体化电池托盘	小鹏汽车某车型底盘一体化结构件产品

旭升股份	规划 4500T、6600T 和 8800T 若干	一体化压铸铝合金电池盒壳体
宁波海威	6600T*1、规划 6 台 6600T+9000T；墨西哥基地二期工厂启动建设，预计于 2024 年完成全部建设并正式投产。届时，计划新增 1250T-5000T、7200T、12000T 压铸机 18 台	一体化电池包箱体、一体化前车身、一体化后底板
华朔科技	6800T*1、8000T*1	一体化汽车结构件
魏桥	暂无	一体化压铸产品
宜安科技	4200T*1、6100T*1	一体化压铸产品
嵘泰股份	9000T*3	超大型一体化压铸结构件
江西森萍	4000T、5000T、6000T、9000T、12000T 若干	一体化压铸产品
一汽铸造	9000T	新能源超大型一体化压铸件
辉晗精密	4000T*1、4500T*1、6600T*1、8800T*1	一体化压铸产品
精工压铸	8000T*1	大型、重型一体化制造件
瑞鹤模具	暂无	一体化压铸产品
春兴精工	暂无	已与相关战略合作伙伴共同筹备开发一体化压铸项目
小米汽车	订购 2 台海天金属 8800T 冷室压铸机	一体化压铸产品
长安汽车	4*7000T	一体化后底板、前机舱
博俊科技	向力劲量采购力劲 5 套 3500T-9000T 大型智能压铸单元	一体化压铸产品
常青股份	7000T*1、9000T*1	底盘压铸件及电池壳体系列产品
福然德	9200T*2、6100T*1	一体压铸产品
吉利极氪	7200T*1	一体化后地板

来源：各公司公告、压铸周刊等，中泰证券研究所

3 竞争力：商务&成本管控能力强，对白车身总成理解较深

- 公司在竞争激烈的冲压行业上已经证明过自身的商务能力和成本管控实力。

商务能力：2018 年以前深度配套强势的合资品牌（上汽大众、上汽通用等），2018 年之后拓展至特斯拉、理想、蔚来等头部新势力主机厂。

成本管控实力：盈利水平领先同行，我们判断原因为 1) 公司集夹具、模具设计制造，冲压零部件与总成焊接拼装一体的全产业链能力，构筑低成本优势；2) 客户优质带来放量确定性、产能利用率维持较高水平；3) 自动化水平较高，人均产出高于同行；4) 费用端管控能力较强。

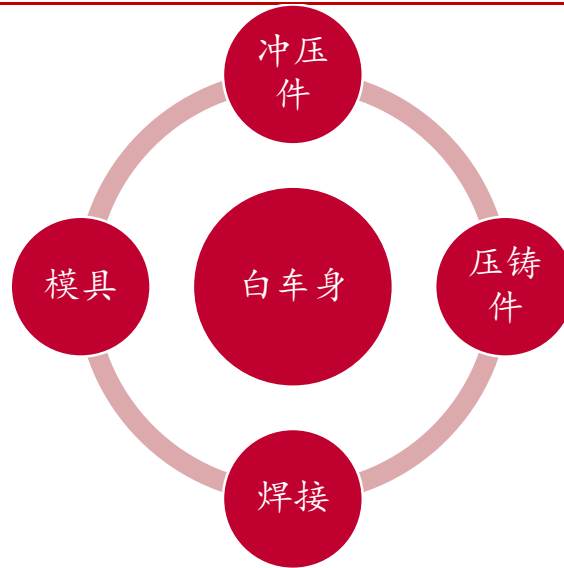
图表 22: 多利与主要竞争对手财务指标对比

	多利科技	长华集团	博俊科技	华达科技	祥鑫科技	无锡振华	英利汽车	金鸿顺	常青股份
2021收入(亿元)	27.72	15	8.1	47.17	23.71	16.82	45.95	5.15	30.09
2021收入结构	冲压零部件89.2%；模具4.3%	紧固件50.5%；冲焊件43.55%	冲压件77.25%；注塑业务13.33%；模具业务1.3%	注：车身零部件77.61%；新能源汽车零部件13.77%；模具4.45%	新能源车精密冲压模具和金属结构件31.75%；燃油车精密冲压模具和金属结构件29.51%；储能设备精密冲压模具和金属结构件7.47%；动力电池精密冲压模具和金属结构件6.57%；通信设备精密冲压模具和金属结构件10.55%；其他精密冲压模具和金属结构件13.13%	冲压零部件67.09%；分拼总成加工业务21.01%；模具5.17%	金属件68.16%；非金属件26.49%；模具5.22%	汽车零部件82.57%；模具9.07%	车身冲压及焊接零部件52.73%；底盘冲压及焊接零部件26.96%
毛利率	24.65%	21.74%	24.23%	17.24%	16.45%	15.80%	14.41%	13.80%	12.99%
净利率	13.91%	10.42%	10.46%	7.75%	2.70%	5.75%	4.48%	3.72%	1.97%
研发费用率	3.25%	5.45%	3.85%	3.58%	4.03%	3.15%	4.04%	4.78%	2.64%
员工人数	1015	2187	1039	2510	3176	1679	4214	789	3145
人均产值(万/人)	273.1	68.6	78.0	187.9	74.7	100.2	109.0	65.3	95.7

来源：各公司公告，中泰证券研究所

- 公司对白车身总成理解较深，体现为掌握多种跨材料/工艺连接技术。公司主营集白车身冲压零部件、总成焊接拼装一体，对白车身总成件理解较深，除传统的钢板连接外，公司积极围绕新能源汽车领域开展轻量化研究，在钢-铝连接、铝板连接、铸铝件连接、挤压铝连接等轻量化材料连接方面均积累了丰富的技术量产经验，可广泛应用于新能源车型，可以为新能源客户提供白车身一站式服务。

图表 23: 公司可以为客户提供白车身一体化服务



来源：公司公告、中泰证券研究所

4 投资逻辑：绑定新能源大客户带来确定增长，切入一体压铸开辟新成长，中长期打造白车身总成供应商

- 积极拥抱新能源大客户，客户结构优质带来确定性高增长、高盈利。公司 2018 年前瞻布局新能源客户，现已深度配套特斯拉、理想、蔚来等新能源大客户，2022 年上半年特斯拉、理想收入占比分别为 44.6%、12.3%，有望受益于特斯拉、理想新车型以及规模快速放量。客户优质支撑公司业绩持续成长的确定性和盈利的稳定性。

图表 24: 公司新能源客户配套情况

主机厂	车型	投产时间	配套产品	2022 年收入
特斯拉	model 3/Y	2020 年	model Y: 门铰链加强板加强板、副车架支架、顶盖总成、车架纵梁、前门加强板、后地板横梁总成、门框加强板等; model 3: 翼子板内板、车门防撞梁、玻璃导轨、减震塔、大地板、尾端板、充电口支架、车尾纵梁安装板、前舱侧翼加强板、电池支架托架总成、防撞梁支架、踏板总成、前舱侧翼加强板、车尾纵梁安装板等	15.8 亿元
理想	one L9 L8 L7	2019 2022 2022 2023	空气室盖总成、后围总成、天窗加强板焊接总成、顶盖中横梁总成、前围上盖板总成、D 柱内板总成、侧围后内板分总成、侧围 D 柱加强板总成、散热器上横梁总成、侧围 A 柱内板上段总成、前座椅后横梁总成、前地板左梁总成、后地板第二横梁焊接总成等	3.9 亿元
蔚来	ES7 ET5 EC6 ES6	2022 2022 2020 2019	前/后门腰线加强板、前/后门铰链加强板、电机罩锁扣、电机罩锁扣加强板等	
高合	Hiphi Z Hiphi X	2022 2021	左右前纵梁总成、左右门槛梁总成、左右前轮罩总成、左右后轮罩总成、前地板总成、中地板总成、后地板总成、前围护板上板总成、后围板总成、前围板总成、前保上防撞梁总成、左右顶盖前窗边梁内板总成、左右铰链柱外板总成、左右 C 柱外加强板总成、左右 H 铰链柱外板总成等。	
零跑	G01 T03 S01	2022 2021 2019	左右前轮罩内板总成、左右减震器安装座板、左右前轮罩上加强板总成、左右前轮罩前延伸板总成、左右前纵梁上边梁内板、左右 A 柱内板总成、保险丝盒安装支架总成等	

来源：招股书，中泰证券研究所

■ 切入一体压铸开辟新成长，中长期打造为白车身总成供应商

一体压铸已实现从 0 到 1，后续客户进展值得期待。根据公司招股书，2021 年子公司盐城多利采购布勒 6100T 压铸机。产能规划上，除了盐城多利之外，2022 年蔚来携手供应商共建安徽六安高端铝压铸产业园，其中包含公司新设子公司安徽达亚。新能源催生一体化压铸工艺革命，是从 0 到 1 的潜在千亿市场，市场前景广阔，相较同行，公司对白车身链接工艺理解较深并已具备量产先发优势，后续客户拓展方面有望加速从 1-N。

中长期打造白车身总成供应商，为主机厂提供白车身总成一站式服务。公司此前深耕白车身件（冲压、焊接工艺），产业趋势捕捉敏锐，布局一体压铸补齐工艺以打造白车身总成供应商，展望未来，公司具备提供白车身一站式服务的能力，可满足主机厂车身开发需求，有望实现从零件分拼模式过渡到白车身总成打包模式，进一步实现单车配套价值的提升。

图表 25: 公司发展路径展望

产品维度

上车体总成+下车体总成+结构件总成+四门两盖

工艺维度

模具+冲压+压铸+多种材料连接


**白车身总成
一站式服务**

来源：中泰证券研究所

5 盈利预测与估值

■ 假设条件：

中短期公司收入增长主要驱动因素来源于：①跟随特斯拉、理想等强势新势力新车型以及规模快速放量，具备跟随特斯拉全球化的潜力；②并持续拓展其他新能源客户。

中长期公司收入增长主要驱动因素来源于：①一体压铸持续突破新客户提供第二成长曲线；②集冲压、压铸、焊接拼装一体，打造为白车身总成供应商，供应模式实现从冲压零件分拼模式到白车身总成打包模式的过渡，带来 ASP 的提升。

图表 27: 公司盈利预测

		2021A	2022E	2023E	2024E
冲压零部件	收入 (亿元)	24.73	30.17	35.45	42.79
	YoY	62.56%	22.00%	17.50%	20.70%
	毛利率	20.08%	20.30%	20.80%	20.80%
冲压模具	收入 (亿元)	1.20	1.35	1.49	1.68
	YoY	91.72%	13.00%	10.00%	13.00%
	毛利率	10.45%	10.50%	10.50%	10.50%
其他业务	收入 (亿元)	1.80	2.03	2.32	3.24
	YoY	78.27%	13.00%	14.00%	40.00%
	毛利率	97.71%	96.80%	90.00%	80.00%
营业总收入 (亿元)		27.72	33.55	39.25	47.71
YoY		64.58%	21.03%	16.99%	21.55%

来源：Wind，中泰证券研究所预测

估值与投资建议

- 公司是专注新能源的冲压件隐形冠军，绑定新能源大客户带来确定性高增长，切入一体压铸开辟新成长，中长期打造为白车身总成供应商。我们预计 2022-2024 年收入 33.6 亿元、39.2 亿元、47.7 亿元，同比增速分别为 21%、17%、21.6%，归母净利润 4.5 亿元、5.3 亿元、6.6 亿元，同比增速分别为 15.5%、19.7%、23.9%。

以 2023 年 3 月 27 日收盘价计算，公司当前市值为 119.1 亿元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 27X、22X、18X，与可比公司平均估值水平相近，看好公司新能源大客户全球化以及公司新客户开拓进展，新业务一体压铸有望加速从 1 到 N，中长期具备成为白车身总成供应商潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28: 可比公司估值情况

公司	代码	归母净利润 (亿元)			PE			总市值
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
文灿股份	603348.SH	2.5	5.9	8.7	53.6	22.6	15.4	134
旭升集团	603305.SH	7.0	10.3	14.3	35.0	23.8	17.2	245
嵘泰股份	605133.SH	1.5	2.4	3.1	41.2	26.2	19.7	62
爱柯迪	600933.SH	6.5	8.1	10.6	31.2	24.9	19.1	203
博俊科技	300926.SZ	1.3	2.2	3.8	33.2	19.4	11.5	43
华达科技	603358.SH	3.7	5.2	7.3	23.8	16.8	11.9	87
平均					36.3	22.3	15.8	
多利科技	001311.SZ	4.5	5.3	6.6	26.5	22.4	18.1	119

来源：中泰证券研究所测算（注：股价为 2023 年 3 月 27 日收盘价，可比公司盈利预测数据来自 Wind 一致预期）

6 风险提示

- **新能源销量不及预期：**公司新能源客户收入占比 60%左右，若经济复苏不及预期、新能源渗透率放缓将影响公司下游客户销量从而影响公司收入。
- **新客户拓展不及预期：**新客户开拓不及预期将影响公司后续增长。
- **新业务进展不及预期：**一体压铸属于新兴产业趋势长坡厚雪，或将吸引包括外资以及内资零部件供应商加入布局，加剧行业竞争。
- **原材料大幅上涨：**公司主营业务成本中材料成本占比在 80%以上，材料主要是钢材、铝材、零部件等，如果钢价、铝价大幅上涨将导致公司盈利承压。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险**

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。