

汽车零部件 III

多利科技 (001311.SZ)

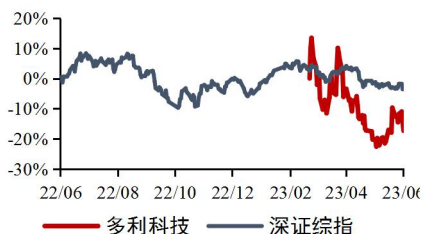
买入-A(首次)

受益于特斯拉高速发展的一体化压铸新秀

2023年6月7日

公司研究/深度分析

公司上市以来股价表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年6月7日

收盘价(元):	56.09
总股本(亿股):	1.41
流通股本(亿股):	0.35
流通市值(亿元):	19.82

基础数据：2023年3月31日

每股净资产(元):	28.28
每股资本公积(元):	15.62
每股未分配利润(元):	11.29

资料来源：最闻

分析师:

林帆

执业登记编码: S0760522030001

邮箱: linfan@sxzq.com

研究助理:

张子峰

邮箱: zhangzifeng@sxzq.com

投资要点:

➢ **汽车冲压零部件龙头，转型一体化压铸业务。**公司起源于1992年成立的上海多利，2019年更名为滁州多利汽车科技股份有限公司，主要从事汽车冲压零部件及相关模具的开发、生产和销售，迄今已有三十余年的历史经验。公司已与上汽大众、上汽通用、上汽大通、一汽大众等传统知名整车厂和华域车身、汇众汽车等零部件厂商均建立了良好的合作关系，并已成为特斯拉、理想、蔚来、零跑等造车新势力企业的合格供应商。2021年全资子公司盐城多利购置了布勒集团的6100T冷室卧式压铸机，公司开始向一体化压铸业务转型。

➢ **特斯拉的核心供应商，受益于其高速增长。**公司与特斯拉在2019年开始合作，为Model 3和Model Y开发冲压零部件及模具；2021年特斯拉成为公司的第一大客户(收入占比36.61%)，2022年上半年收入占比上升至44.56%，不断提升。同时，公司也在积极开拓其他新能源汽车制造企业客户，2021年新增理想汽车成为第四大客户，2022年上半年理想汽车已经成为第二大客户(收入占比12.34%)。受益于新能源汽车行业的高速发展，特别是特斯拉产销量的快速增长，公司业绩近年实现了较高增长。2021-2022年公司营收同比分别+64.58%和+21.03%，归母净利润同比分别+147.80%和+15.78%，2022年受疫情影响增速较2021年有所下降，但仍高于汽车行业的平均水平。

2020-2022年，特斯拉销量开始进入快速增长期，其全球年销量分别为49.96万辆、93.62万辆和131.39万辆，同比分别+35.90%、+87.38%和+40.34%。造车新势力中，2023年开始理想汽车销量也进入快速上升通道，月度销量屡创新高，今年1-5月累计销量达10.65万辆，同比+124.77%，远超其他企业。

重点客户的产销量持续实现大涨，有利于促进公司业绩保持较高的增长。

➢ **一体化压铸业务未来成长空间巨大。**一体化压铸具有减轻重量、降低成本、提高设计效率、增加整车安全性等优点，因此未来将会得以大规模应用。以2023年为基点，假设国内乘用车销量以年均1%的速度增长，至2035年国内新能源乘用车渗透率可达约80%。目前一体化压铸在新能源乘用车中的渗透率约为10%，可量产的后底板价值量约为3000元，2023年一体化压铸市场空间约为25.5亿元。我们假设2035年一体化压铸在新能源乘用车中的渗透率为100%，叠加前底板和中底板后，一体化压铸单车价值量可达一万元，那么2035年一体化压铸的市场空间约为2145.4亿元，CAGR为44.7%，未来成长空间巨大。

➢ **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预计公司2023-2025年归母净利润



润分别为 5.32/6.80/8.86 亿元，同比增长 19.1%/27.9%/30.3%，对应 EPS 分别为 3.76/4.81/6.27 元，对应于 2023 年 6 月 6 日收盘价 76.10 元的 PE 分别为 20.2/15.8/12.1 倍。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

➤ **风险提示：**汽车产销量增长低于预期，新业务开拓不及预期，原材料价格大幅波动的影响，行业竞争加剧的风险。

**财务数据与估值：**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,772	3,355	3,970	4,950	6,470
YoY(%)	64.6	21.0	18.3	24.7	30.7
净利润(百万元)	386	446	532	680	886
YoY(%)	147.8	15.8	19.1	27.9	30.3
毛利率(%)	24.7	24.5	24.0	24.3	24.7
EPS(摊薄/元)	2.73	3.16	3.76	4.81	6.27
ROE(%)	27.2	24.0	12.2	13.5	15.0
P/E(倍)	27.9	24.1	20.2	15.8	12.1
P/B(倍)	7.6	5.8	2.5	2.1	1.8
净利率(%)	13.9	13.3	13.4	13.7	13.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 优秀的冲压零部件龙头公司.....	6
1.1 公司发展历程.....	6
1.2 公司股权结构.....	6
1.3 公司主营业务产品.....	7
1.3.1 冲压零部件.....	7
1.3.2 冲压模具.....	9
1.4 公司主要客户.....	10
1.5 公司主要财务数据.....	12
1.6 公司主要竞争优势.....	14
2. 募投项目护航后续业绩稳定增长.....	16
3. 一体化压铸业务未来成长空间巨大.....	19
4. 盈利预测及投资建议.....	22
4.1 可比公司财务对比.....	22
4.2 盈利预测.....	23
4.3 投资建议.....	25
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1： 公司发展历程.....	6
图 2： 公司股权结构.....	7
图 3： 汽车冲压零部件应用（I）.....	7
图 4： 汽车冲压零部件应用（II）.....	8
图 5： 公司与客户形成业务合作关系历程.....	11



图 6: 近四年公司前五大客户主营业务收入及占比.....	11
图 7: 近四年公司前五大客户收入占比明细.....	12
图 8: 近四年特斯拉全球销量及增速.....	12
图 9: 近两年理想汽车销量及增速.....	12
图 10: 公司近年营业收入及增速.....	13
图 11: 公司近年归母净利润及增速.....	13
图 12: 公司近年冲压零部件业务收入及占比.....	13
图 13: 公司近年费用率情况.....	14
图 14: 公司近年研发费用及增速.....	14
图 15: 公司全国业务布局.....	15
图 16: 冲压零部件冲压流程工艺图.....	16
图 17: 公司汽车冲压零部件产品销售平均单价（元/件）.....	18
图 18: Model Y 一体式后底板示意图.....	19
图 19: 汽车 CD 柱示意图.....	19
图 20: 布勒 Carat 两模板压铸机示意图.....	20
图 21: 可比公司营业收入（亿元）对比.....	22
图 22: 可比公司营收增速对比.....	22
图 23: 可比公司归母净利润（亿元）对比.....	23
图 24: 可比公司归母净利润增速对比.....	23
图 25: 可比公司毛利率对比.....	23
图 26: 可比公司净利率对比.....	23
表 1: 公司汽车冲压零部件产品.....	8



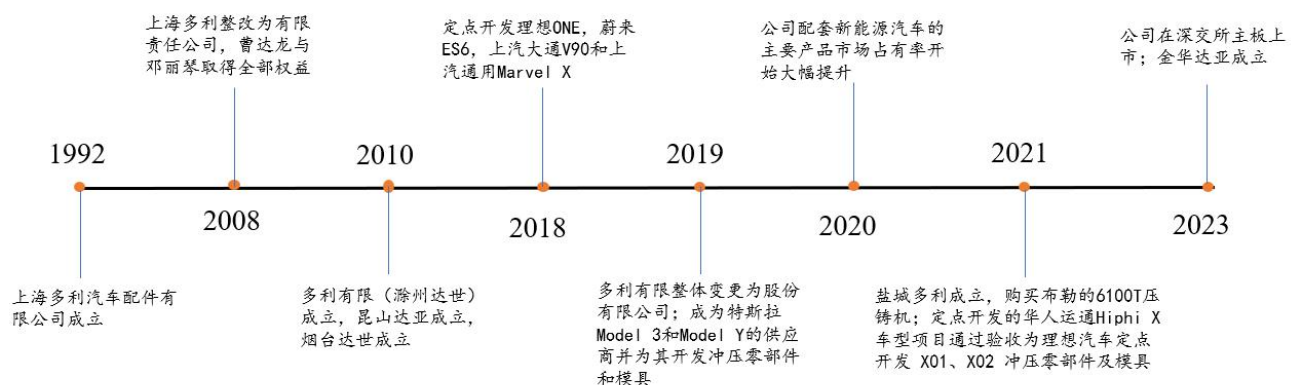
表 2: 公司冲压模具产品.....	10
表 3: 2022 年公司前五大客户营收及占比.....	11
表 4: 公司及子公司业务开展情况.....	15
表 5: 公司产品配套主要车型生命周期情况.....	17
表 6: 公司募投项目整理.....	18
表 7: 国内上市公司布局大型一体化压铸业务一览.....	20
表 8: 国内新能源乘用车销量预测.....	21
表 9: 一体化压铸市场空间测算 I (亿元) .....	21
表 10: 一体化压铸市场空间测算 II (亿元) .....	22
表 11: 公司各业务板块盈利拆分及预测 (百万元) .....	24
表 12: 公司主要财务数据及估值.....	24
资料来源: 最闻, 山西证券研究所.....	24
表 13: 可比公司估值及比较.....	25

## 1. 优秀的冲压零部件龙头公司

### 1.1 公司发展历程

多利科技前身为滁州达世汽车配件有限公司，2019年12月20日更名为滁州多利汽车科技股份有限公司，主要从事汽车冲压零部件及相关模具的开发、生产和销售。公司自成立以来高度重视技术研发，在汽车冲压零部件、焊接总成、模具开发等方面掌握了丰富的技术储备，具有较强的生产制造能力和整体配套方案设计能力，可以满足整车制造商不同阶段的开发要求。公司与上汽大众、上汽通用、上汽大通、一汽大众等整车制造商和新朋股份、上海同舟、上海安莱德、华域车身、汇众汽车等汽车零部件制造商均建立了良好稳定的合作关系。2018年以来公司及时把握新能源汽车快速发展的机遇，现已成为特斯拉、理想、蔚来、零跑和华人运通等知名新能源整车制造商的合格供应商。2021年全资子公司盐城多利成立，购置了布勒集团的6100T冷室卧式压铸机，公司开始向一体化压铸转型。

图 1：公司发展历程



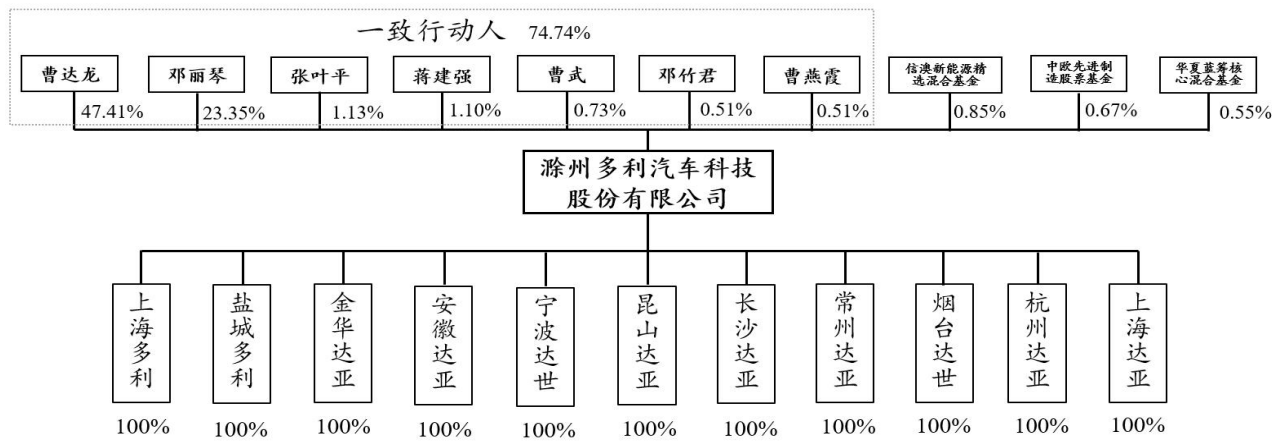
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 1.2 公司股权结构

截至2023年3月31日，公司实际控制人为曹达龙，直接持有47.41%的股权，与邓丽琴（持股23.35%）、张叶平、蒋建强，曹武、邓竹君、曹燕霞构成一致行动人，总共持有74.74%的股权，公司股权高度集中。曹达龙对日常经营管理具有绝对性影响，公司经营决策的效率大为提升。



图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，山西证券研究所

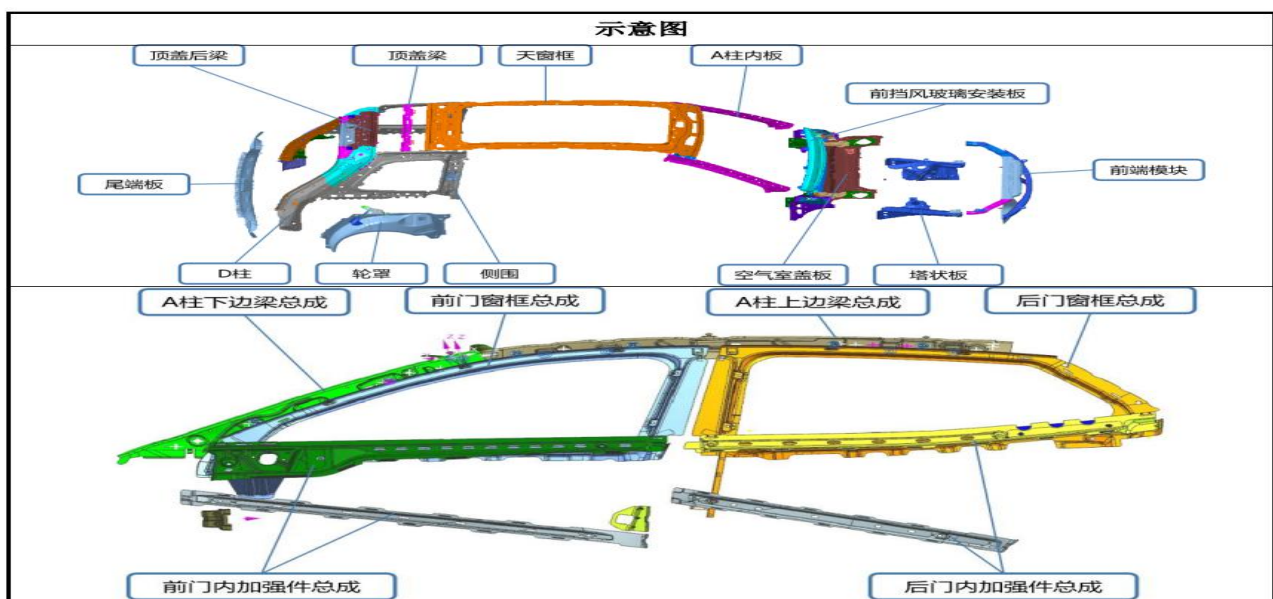
### 1.3 公司主营业务产品

公司主要产品为汽车冲压零部件和冲压模具两大类。

#### 1.3.1 冲压零部件

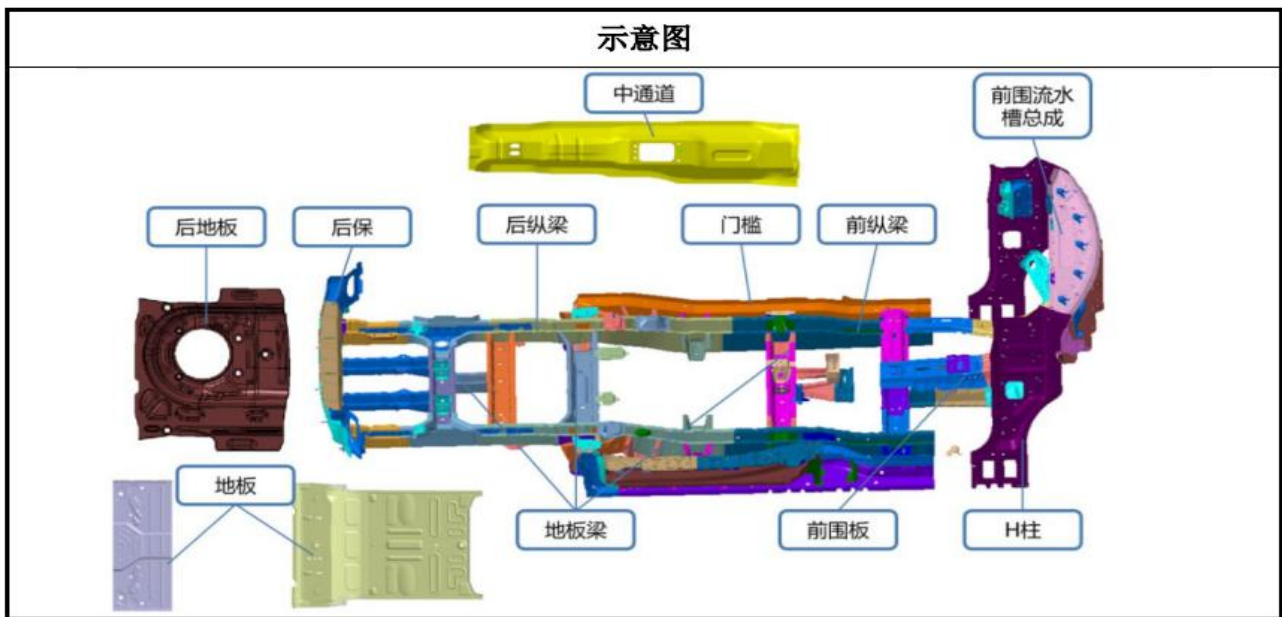
公司生产的冲压零部件主要为白车身冲压件，因客户、车型、用途、工艺复杂程度而各不相同，合计 3000 余种，主要包括前纵梁、水箱板总成、后纵梁、天窗框、轮罩、门窗框、顶盖梁、A 柱内板、B 柱加强板和挡泥板等。

图 3：汽车冲压零部件应用（I）



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 4：汽车冲压零部件应用（II）

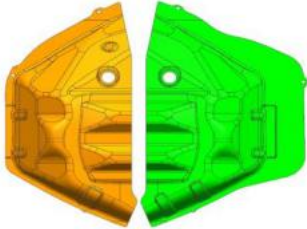

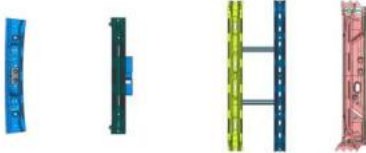
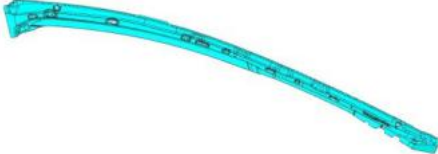
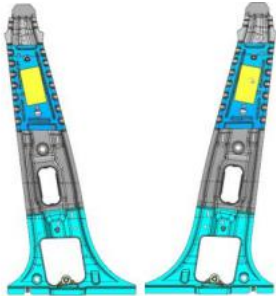
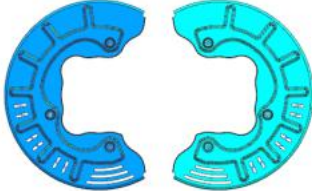


资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

表 1：公司汽车冲压零部件产品

产品名称	图片	主要用途
前纵梁		前纵梁是汽车最重要的承载部件之一，是整个车身系统的支撑；在汽车遭遇撞击时，分解撞击动能，防止车身变形，保护乘客安全
水箱板总成		位于车身前部仪表盘前端，连接左右 A 柱加强板，是发动机舱内重要组成部分
后纵梁		位于车身后下部，用于支撑后地板，安装后轮悬挂，是车身结构重要的零部件之一
天窗框		位于汽车车顶，主要嵌入在车顶顶盖，是构成整车天窗系统的承载部件，由于天窗本身曲面性特征，使得其在尺寸精度和刚度上均有着较高要求



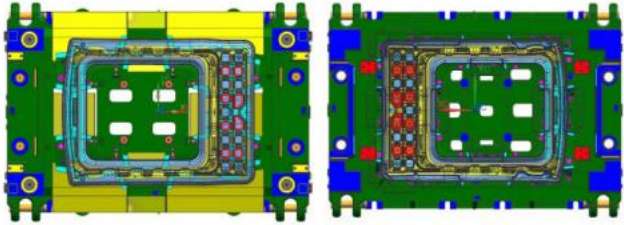
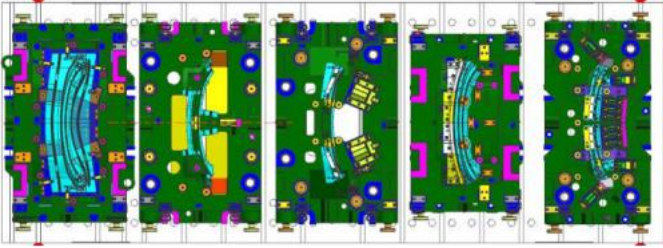
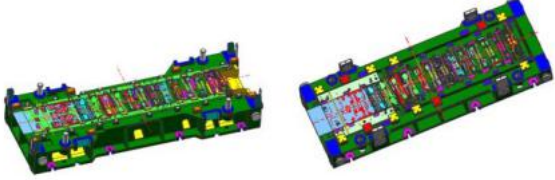
产品名称	图片	主要用途
轮罩		汽车车轮与车厢之间的阻隔部分，用于安装车轮挡泥板及隔音棉等，阻隔车轮行驶过程中产生的泥沙及噪音等
门窗框		位于汽车的侧围，主要嵌入在汽车车门，是构成整车门窗系统的承载部件
顶盖梁		位于车辆顶部，属防顶部加强件的一种，降低车辆侧面碰撞顶盖变形，在车身发生翻滚时起到加强保护作用
A 柱内板等		位于驾驶室前部左右两侧，为车厢结构的主要部件；既起到上下连接的作用，又满足碰撞安全的作用
B 柱加强板等		B 柱主要的作用就是承受侧面的撞击力，能够充分的保证驾驶员和乘坐人的安全，同时起到支撑车辆结构的作用
挡泥板		挡泥板是安装在刹车盘后面的板式结构，起到保护刹车盘的作用

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 1.3.2 冲压模具

公司汽车冲压模具主要用于配套生产汽车冲压零部件，目前已经形成从前期工艺流程设计分析、冲压工艺模拟分析、到后期模具设计制造的完整技术工艺。通过多年技术积累，公司已经在高精度、高强度、超高强度材料方面实现单冲模、多工位模和级进模的设计开发、制造加工、销售和服务一体化。

表 2：公司冲压模具产品

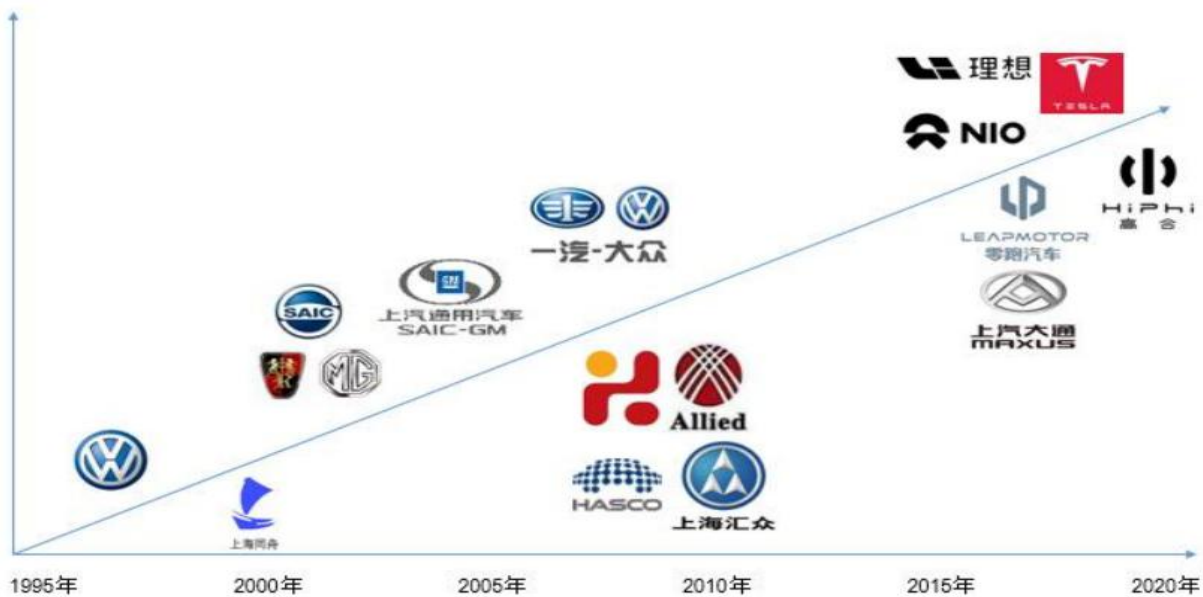
产品名称	图片	主要特点
单冲模		单冲模具适用于白车身主要零部件的冲压，其特点是工作内容分序冲压，使产品各个不同特征分步实现，有利于复杂零件、压力需求较大的零件的冲压
多工位模		多工位模可实现同时间完成多道工序，具有生产节拍快，生产效率高的特点，适用于横梁类、前后保险杠、前后围板等细长型零件
级进模		级进模具有生产效率更高，模具安装方便的特点，缺点是工艺安排有一定局限性 材料利用率较低，适用于工艺相对简单、尺寸较小的车身结构零件

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

## 1.4 公司主要客户

凭借优秀的技术研发能力和稳定的产品质量，公司已经成为上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、一汽大众等传统整车制造商以及特斯拉、理想、蔚来、零跑和华人运通等新能源整车制造商的一级供应商；同时，公司也是新朋股份、上海同舟、上海安莱德、华域车身和上海汇众等零部件供应商的配套合作伙伴。

图 5：公司与客户形成业务合作关系历程



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

因为下游整车客户所处行业集中度较高，受此影响，公司前五大客户占主营业务收入的比例一直维持在较高水平，2019-2022 年分别为 87.35%、79.24%、76.69%和 81.94%，具有客户集中度高的风险。

表 3：2022 年公司前五大客户营收及占比

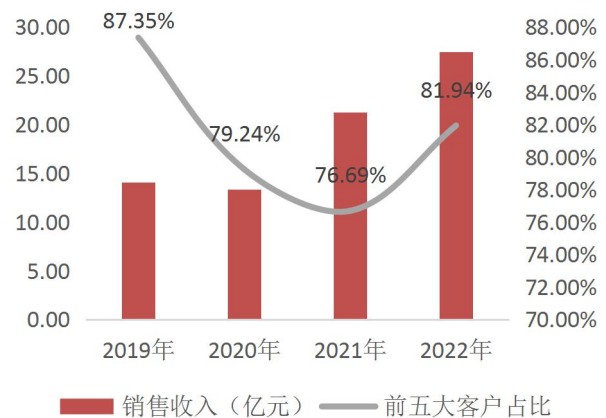
序号	客户名称	销售收入(亿元)	占比
1	客户一	15.85	47.23%
2	客户二	3.89	11.60%
3	客户三	3.16	9.43%
4	客户四	2.77	8.25%
5	客户五	1.82	5.43%
合计	—	27.49	81.94%

资料来源：公司 2022 年年报，山西证券研究所

公司与特斯拉在 2019 年达成合作，为 Model 3 和 Model Y 开发冲压零部件及模具。2020 年 Model 3 和 Model Y 这两款车实现量产，2021 年特斯拉成为公司的第一大客户，收入占比不断上升，由 2020 年的 13.20%上升到了 2022 年上半年的 44.56%，绑定程度不断深化。2023 年特斯拉全球销量目标定为 180 万辆，较 2022 年增长约 37%。同时，公司也在积极开拓其他新能源整车制造商，2021 年新增理想汽车成为公司第四大客户，2022 年上半年成为公司第二大客户；2023 年 1-5 月，理想汽车销量达 106492 辆，同比+124.77%，在蔚来、小鹏、理想等国内几大造车新势力车企中傲视群雄。

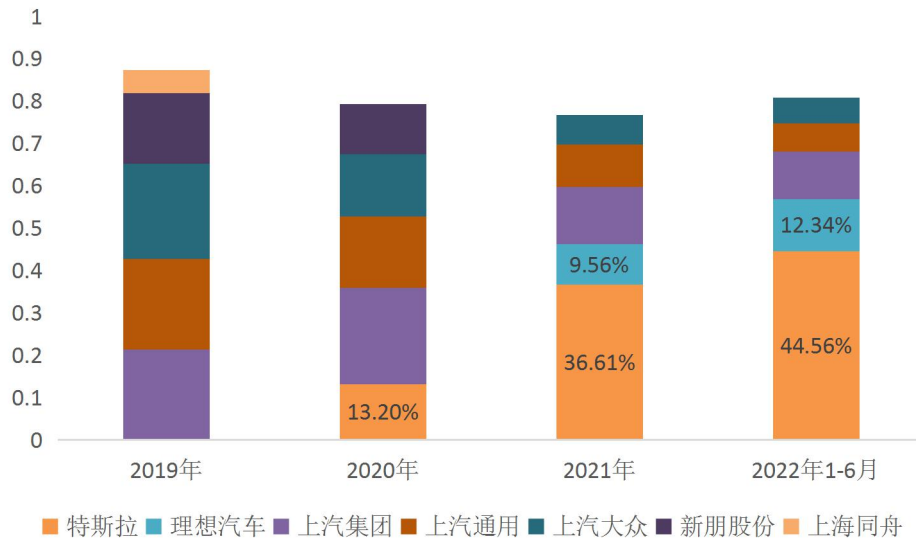
前两大重点客户产销量的大幅增长，将给公司盈利带来较大弹性。

图 6：近四年公司前五大客户主营业务收入及占比



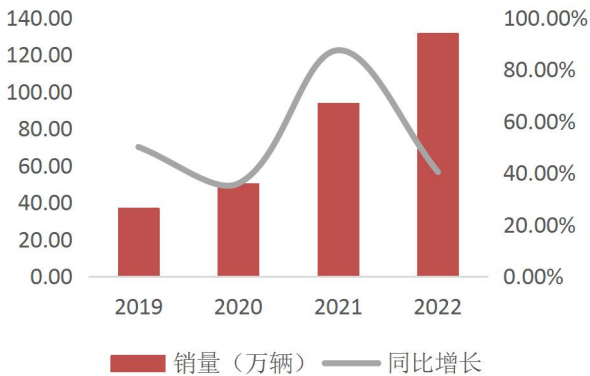
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 7：近四年公司前五大客户收入占比明细



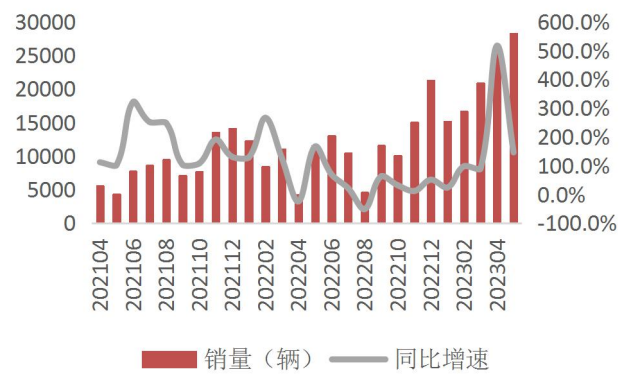
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 8：近四年特斯拉全球销量及增速



资料来源：中汽协，特斯拉，山西证券研究所

图 9：近两年理想汽车销量及增速



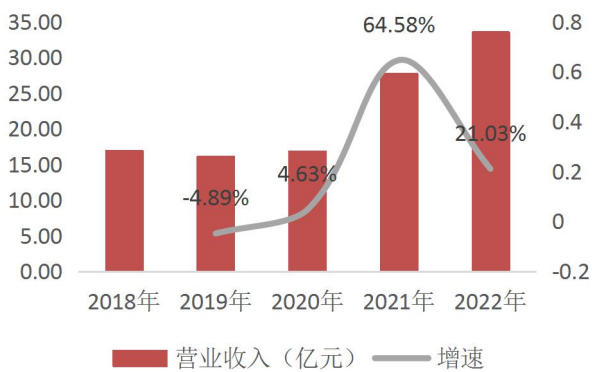
资料来源：中汽协，理想，山西证券研究所

## 1.5 公司主要财务数据

公司是传统汽车冲压零部件龙头企业，一直以来与上汽大众，上汽通用等优秀整车制造商保持着长期稳定的合作关系，在国内外传统汽车市场产销量均呈下降态势的情况下，公司及时抓住行业轻量化、电动化、智能化的趋势，积极研发提升新能源汽车项目配套能力，不断开拓新能源汽车市场，实现了客户和产品的转型。公司营业收入从 2018 年的 16.93 亿元上升至 2022 年的 33.55 亿元，CAGR 达到 18.65%。归母净利润从 2018 年的 1.69 亿元上升至 2022 年的 4.45 亿元，CAGR 达到 27.38%。2020 年虽受疫情影响，公司对新能源汽车客户如特斯拉、理想的冲压零部件订单仍然大幅增加，当年营业收入继续维持正增长；2021 年度随着下游新能源汽车行业景气度快速提升，公司营业收入同比+27.72%，归母净利润同比+147.80%。分业务来看，汽车冲压零部件产品收入 2021 年实现 24.73 亿元，占主营业务收入的 89.21%；2022 年为 30.50 亿元，占主营业务收入的 90.92%，是公司主营业务收入的主要来源。

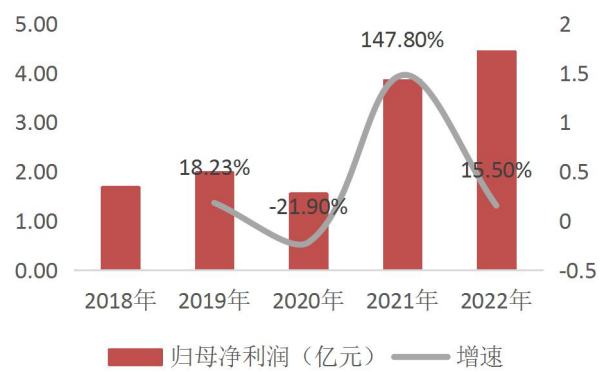


图 10：公司近年营业收入及增速



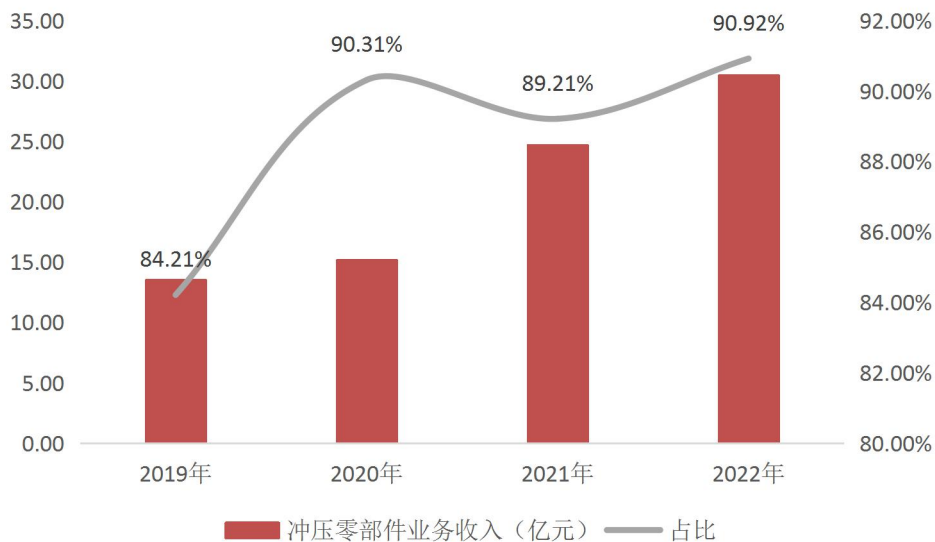
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：公司近年归母净利润及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

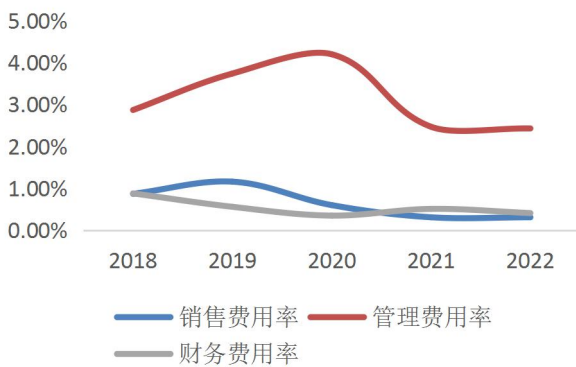
图 12：公司近年冲压零部件业务收入及占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

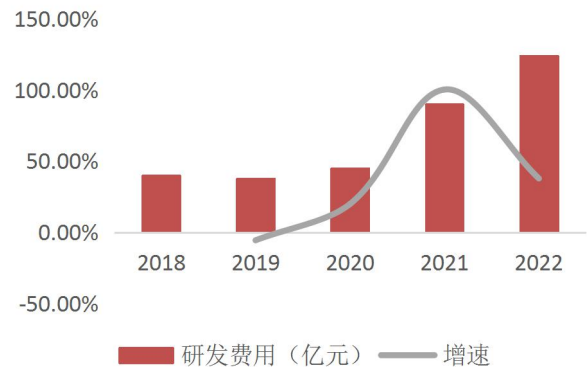
公司 2022 年销售费用率、管理费用率（不含研发费用，下同）、财务费用率分别为 0.31%/2.43%/0.41%，近年来三项费用率均呈现稳定下降趋势，控费能力较强，其中 2020 年管理费用上升主要是受股份支付费用影响所致。公司报告期间研发投入持续增加，2021 年和 2022 年研发费用分别为 0.90 和 1.24 亿元，同比分别+100.25%/+37.79%。公司紧抓汽车行业的新技术机遇，加大产品创新力度，不断增加自身的核心竞争力。

图 13：公司近年费用率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：公司近年研发费用及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 1.6 公司主要竞争优势

公司历史最早可以追溯到安亭镇塔庙村于 1992 年设立的村办集体企业上海多利汽车配件厂，曹达龙和邓丽琴通过上海联合产权交易所受让取得上海多利的全部权益，因此公司拥有数十年汽车冲压零部件研发生产和销售经验。

公司采用直销模式，必须通过整车制造商关于生产条件、设备配置、质量控制、企业管理等方面的综合评审后，才能成为整车制造商的一级供应商。整车厂对冲压零部件供应商的选择非常严苛，供应商需经过较长时间的认证才能进入整车制造商的配套体系，一旦成为整车制造商的合格配套供应商，双方会保持相对稳固的长期合作关系。目前，公司是上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、一汽大众、特斯拉、理想、蔚来、零跑、华人运通等知名整车制造商的一级供应商。

公司高度重视技术研发，多年来在冲压零部件、模具开发和焊接总成等方面积累了大量技术储备，共获得专利 133 项，其中发明专利 27 项。公司拥有机器人柔性自动冲压生产线，多工位级进模自动冲压线，机器人焊接生产线等先进生产制造设备，保证了产品质量的一致性、稳定性和生产效率，也节省了大量的人工费用（人工费用占比显著低于行业均值），生产成本优势明显。全资子公司上海多利被评为 2020-2021 年上海市“专精特新”中小企业。

公司下设十一家全资子公司，主营业务均为汽车冲压零部件及相关模具的开发、生产与销售，主要围绕客户生产基地为中心组织生产和运输布局。从公司整个生产流程来看，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将汽车冲压零部件和冲压模具销售至客户，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。公司与子公司之间按区域分工明确，业务协同优势凸显。



图 15：公司全国业务布局



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

表 4：公司及子公司业务开展情况

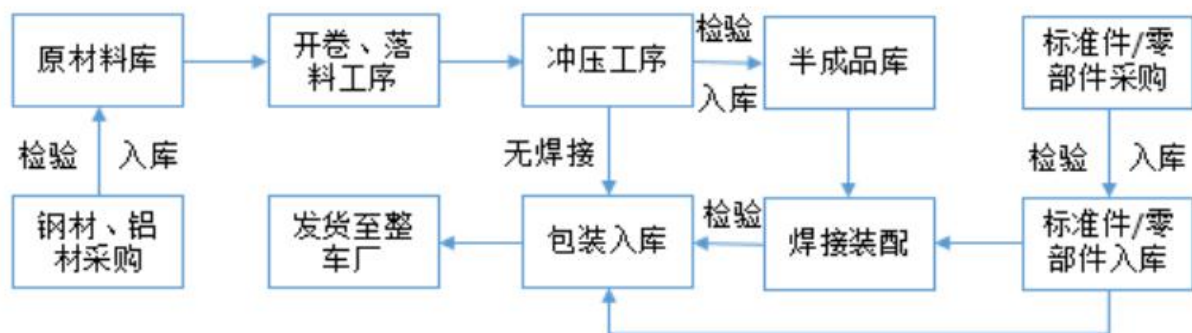
公司名称	业务职能	地理位置	配套整车制造商
多利科技	负责原材料采购、产品生产制造	安徽滁州	主要配套蔚来汽车、上汽大通南京分公司、上汽大众南京分公司和仪征分公司等
上海多利	负责原材料采购、产品销售、客户维护	上海嘉定	主要配套上汽大众、上汽乘用车等
昆山达亚	负责技术研发、原材料采购、产品生产制造与销售	江苏昆山	主要配套上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉、华人运通、零跑汽车等
烟台达世	负责产品生产制造	山东烟台	主要配套上汽通用东岳汽车有限公司等
宁波达世	负责产品物流中转	浙江宁波	主要配套上汽大众宁波分公司等
长沙达亚	负责产品生产制造	湖南长沙	主要配套上汽大众长沙分公司等
常州达亚	负责产品生产制造	江苏常州	主要配套理想汽车、上汽大通无锡分公司等
上海达亚	负责产品生产制造	上海临港	主要配套特斯拉
盐城多利	负责产品生产制造	江苏盐城	主要配套华人运通等
杭州达亚	新设子公司	浙江杭州	尚未投入生产运营
安徽达亚	新设子公司	安徽六安	尚未投入生产运营

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

## 2. 募投项目护航后续业绩稳定增长

汽车制造业的四大工艺是冲压、焊装、涂装以及总装。冲压是靠压力机和模具对板材、带材、管材和型材等施加外力，使之产生塑性变形或分离，从而获得所需形状和尺寸的工件的成形加工方法。冲压是一种高生产效率、低材料消耗的加工方法。冲压工艺适用于较大批量零件制品的生产，便于实现机械化与自动化，有较高的生产效率，同时，冲压生产不仅能努力做到少废料和无废料生产，而且即使在某些情况下有边角余料，也可以充分利用。

图 16：冲压零部件冲压流程工艺图



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司所处细分冲压零部件行业在整车生产环节的前段。整车制造中有 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。汽车冲压零部件往往随车型的变化而有所不同，因此冲压零部件产品具有品类繁多、开发周期长等特点。据华经产业研究院数据，平均每辆车上需要 1500 余个冲压件，单车价值量超过一万元，按 2022 年我国汽车产量 2702.1 万辆测算，我国冲压件市场规模已超过 2700 亿元。

由于冲压件强度高、刚度大，轻易不会磨损，一般也不需要更换，因此产品的生命周期就跟随汽车车型的生命周期及市场供求而变化，市场需求相对稳定。通常情况下，乘用车车型的整个生命周期约 4-7 年，一般车型改款或升级换代对冲压零部件供应商的影响较少。经过长时间的技术开发和经验积累，公司目前已具备设计开发和生产一体化优势，公司与主要客户能够维持长期稳定的合作关系，在车型升级换代的前期，就能参与到整车制造商新一代车型相关产品的研发当中，为后续业务的持续增长奠定基础。公司通过开发模具生产出平台化、标准化产品对外销售，同一品牌的产品可应用不同车型，公司所开发产品具有跨越乘用车车型生命周期的优势，从而拉长了产品生命周期。公司产品所应用的车型绝大多数处于量产初期或者量产中期，客户车型换代和更新对公司持续盈利能力的影响较小。而随着我国新能源汽车行业的蓬勃发展，汽车冲压零部件的市场空间也将不断增大。

表 5：公司产品配套主要车型生命周期情况

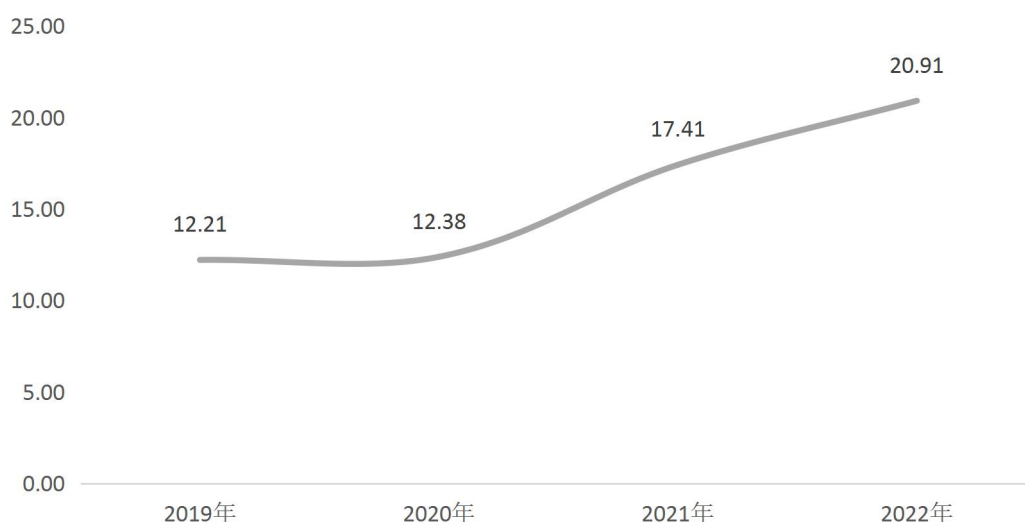
客户	品牌	车型	车型投产时间	生命周期
特斯拉	特斯拉	Model 3/Y	2020 年	量产初期
理想汽车	理想汽车	L9	2022 年	量产初期
		L8	2022 年	量产初期
		L7	2022 年	量产初期
蔚来汽车	蔚来汽车	ES7	2022 年	量产初期
		ET5	2021 年	量产初期
		EC6	2020 年	量产初期
		ES6	2019 年	量产中期
华人运通	高合	Hiphi Z	2022 年	量产初期
		Hiphi X	2021 年	量产初期
零跑汽车	零跑	C01	2022 年	量产初期
		T03	2021 年	量产初期
		S01	2019 年	量产中期
上汽大众	大众	ID.3/ID.4X/ID.6X	2021 年	量产初期
		新途观 L PHEV	2020 年	量产初期
		新途观 L	2020 年	量产初期
		新帕萨特	2019 年	量产中期
		途铠 T Cross	2019 年	量产中期
		新 Polo	2019 年	量产中期
		朗逸 启航	2019 年	量产中期
	全新途昂 X	2019 年	量产中期	
奥迪	A7L	2022 年	量产初期	
上汽通用	别克	昂科旗	2020 年	量产初期
		昂科威 S	2020 年	量产初期
		昂科拉 GX	2019 年	量产中期
	凯迪拉克	XT6	2019 年	量产中期
		XT3	2019 年	量产中期
上汽集团	荣威	荣威 RX5 PLUS	2021 年	量产初期
		荣威 i6	2020 年	量产初期
	名爵	名爵 MG6	2020 年	量产初期

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

据公安部统计，2022 年我国汽车保有量已达 3.19 亿辆，结合 14.11 亿人口计算，千人保有量为 226 辆，仍远低于发达国家，其中欧洲和日本市场基本在 400 辆以上，美国汽车千人保有量更是达到了 837 辆（据车聚网整理）。长期来看，我国汽车整车和零部件行业仍有广阔的发展空间。公司成功开拓了特斯拉、理想、蔚来等新能源汽车客户，产品配套新能源整车的市场占有率自 2020 年开始明显提升。根据招股说明书的披露，公司汽车冲压零部件产品的销售单价在 2019 年和 2020 年稳定在 12.30 元左右，但自 2021 年开始大幅提升，2022 年已升至 20.91 元。虽然公司所生产的汽车冲压零部件产品因客户、功能、规格而各不相同，单价也有一定差异，但是平均销售单价的提升侧面说明公司在新能源整车配套市场上议价能力正不断提高。

同时，公司冲压零部件业务的产能利用率在 2019 年至 2022 年上半年分别为 98.13%、93.30%、126.88%、106.48%，总体产能利用率趋于饱和。公司通过 IPO 募集资金将会新增汽车冲压零部件的产能，目前产能紧张的情况在未来会得到缓解，有利于产品市场占有率和行业知名度的进一步提升。我们认为随着技术水平的提升和新能源汽车行业的高速发展，公司未来的经营规模有望进一步扩大，竞争力将不断加强。

图 17：公司汽车冲压零部件产品销售平均单价（元/件）



资料来源：公司招股说明书，2022 年年度报告，山西证券研究所

表 6：公司募投项目整理

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投入 额 (万元)	项目新增产能
滁州多利汽车科技股份有限公司汽车零部件自动化工厂项目	60148.78	49114.33	年产 2300 万件冲压件
常州达亚汽车零部件有限公司汽车零部件生产项目	51455.2	38362.15	一期：使用自有资金新增年产上汽大通 SV63 车型 6 万台（套）、理想汽车 M01 车型 15 万台（套）焊接件；二期：使用募投资金新增 1,320 万件汽车冲压件和 10 万套焊接件
昆山达亚汽车零部件有限公司汽车电池托盘、冲压件生产项目	30617.79	24938.55	年产 20 万套电池托盘、1,560 万件冲压件
盐城多利汽车零部件有限公司汽车零部件制造项目	43325.88	36601.66	年产车身及底盘零部件 1200 万件
昆山达亚汽车零部件有限公司冲压生产线技改项目	23898.17	23652.01	年产 1600 万件冲压件
补充流动资金项目	30000	30000	/
合计	239445.82	202688.7	年产 6780 万件冲压件、10 万套焊接件、20 万套电池托盘、1200 万件车身及底盘零部件等

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 3. 一体化压铸业务未来成长空间巨大

2019年，特斯拉发布新专利“汽车车架的多向车身一体成型铸造机和相关铸造方法”，正式提出“一体化压铸”概念。2020年，特斯拉开始与压铸设备商意德拉合作，使用6000吨级压铸单元Giga Press，采用一体成型压铸的方式生产Model Y白车身后底板总成，以冲压—焊接为主导的整车制造工艺自此被彻底颠覆。汽车一体化压铸指的是通过大吨位压铸机，将多个单独、分散的铝合金零部件高度集成，再一次成型为1-2个大型铝铸件。目前车身上可以应用一体化压铸的主要为后底板、前舱件和CD柱，未来将逐步实现在中底板和门框内板等部分上的应用。这些部分的单车价值量超过一万元，未来市场空间广阔。

图 18：Model Y 一体式后底板示意图

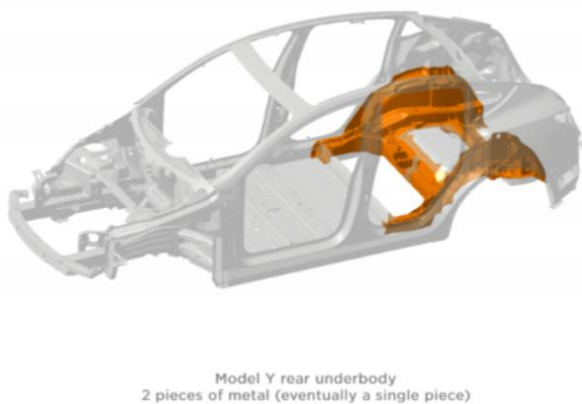
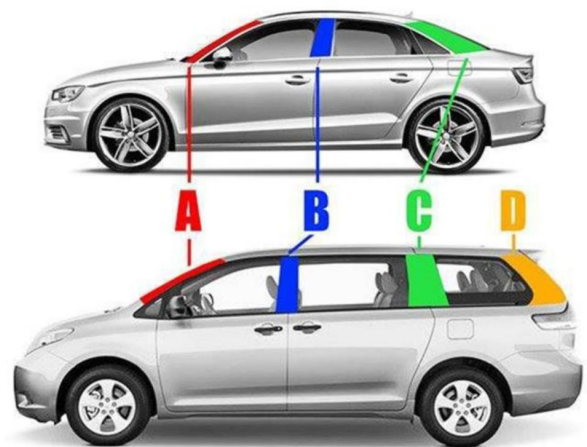


图 19：汽车 CD 柱示意图



资料来源：特斯拉公告，山西证券研究所

资料来源：汽车之家，山西证券研究所

新能源汽车的续航和车身重量密切相关，应用轻量化材料是实现汽车轻量化的主要途径，常见的汽车轻量化材料主要有铝合金、铝镁合金和碳纤维等。一体化压铸所使用的原材料为铝制材料，所以最直接的优势就是轻量化，全铝车身会比传统钢制车身减少约40%的重量，减重将非常明显。

其次，工厂成本将会缩减，工厂的工艺布局、机器人与工装设备投资和人力成本将会下降。总成件由过去的七八十个零件做成一个整体，焊接点由700个减少到50个，生产时间显著缩短，生产效率将大为提升，随着以后大规模上量后，一体化压铸成本将会进一步下探。

整车安全性也会明显提高。在传统工艺中，车身零部件上会有不同的焊点，在汽车发生碰撞时，焊点会扮演承受和转移压力的角色，焊点质量与整车安全密切相关。由于使用一体化压铸后，焊点将大幅减少，整块零件在同时受力，安全性就会提高。

使用一体化压铸可以缩短整车开发周期，将车身模块化后，设计效率将会明显提高。

目前的造车新势力中，蔚来汽车已率先在ET5车型中使用了分体式的后地板总成，理想汽车、华人运通、塞力斯、极氪也宣布在未来车型中应用一体化压铸。一汽集团和上汽集团也开始调研，打算在未来新能源新车型上使用一体化压铸产品，可以看到一体化压铸在未来将会成为不可阻挡的趋势，渗透率将会快速提升。

由于一体化压铸需要专业的人才培养和设计生产经验，为了在大规模量产过程中保持产品良率，企业需要熟练掌握对压铸机注射压力及速度控制的配置，对铝液温度、流速、压力配置精准把控，因此具有较



高的工艺难度。整车厂自身配套一体化压铸车间所需前期投入较大，工程建设周期也较长，生产经验也较少，所以我们认为除特斯拉以外，未来大部分整车厂使用的一体化压铸产品将会由专业的第三方供应商配套。目前，国内仅极少部分企业具备大型一体化压铸量产经验，主要包括文灿股份、拓普集团等。由于压铸及冲压件企业具备转型优势，目前不少企业均开始转型布局一体化压铸业务。

表 7：国内上市公司布局大型一体化压铸业务一览

公司	压铸机（6000T 以上）布局情况	目标产品
多利科技	6100T	一体化压铸底盘产品
文灿股份	9000T*5, 7000T*2, 6000T*6	一体化后底板, 一体化电池托盘, CD 柱件, 一体化前车身
拓普集团	7200T*6	一体化前机舱及电池壳体, 一体化后底板
爱柯迪	8400T*2, 6100T*2	多合一壳体, 一体化压铸车身部件
美利信	8800T*3, 6600T*2	一体化车身结构件
广东鸿图	12000T*2, 7000T, 6800T,	一体化前舱总成, 一体化后舱总成, 一体化电池托盘
泉峰汽车	8000T, 6100T	一体化电池托盘, 一体化车身结构件
旭升集团	8800T, 6600T	一体化电池盒及 DHT 电驱总成
博俊科技	5 台 3500T-9000T	一体化压铸产品
常青股份	9000T, 7000T	一体化底盘和电池壳体
福然德	9200T*2, 6100T	一体化车身和底盘件
嵘泰股份	9000T*3	一体化压铸结构件
瑞鹄模具	6600T-8000T	一体化车身及电池壳体
宜安科技	6100T	一体化压铸结构件
云海金属	7000T*2	一体化压铸结构件

资料来源：各公司公告，压铸周刊，山西证券研究所

根据公司招股说明书披露，公司全资子公司盐城多利于 2021 年 5 月 19 日采购了一台 6100T 冷室卧式压铸机，主要用于生产汽车底盘相关的一体化压铸产品。公司前瞻性布局一体化压铸产业，积极布局厂房及相关生产设备并进行了人才技术储备，先发优势明显，所拥有的优质客户资源也将助力公司在一体化压铸件市场的份额快速增长。

图 20：布勒 Carat 两模板压铸机示意图



资料来源：布勒官网，山西证券研究所



参考乘联会对 2023 年狭义乘用车销量约 2350 万辆和新能源乘用车销量约 850 万辆的预测指引，我们预测 2023 年广义乘用车销量约 2379.9 万辆（同比+1.0%），新能源乘用车销量约 850 万辆（同比+30.8%）。以 2023 年为基点，我们假设年均销量增速为 1.0%，则至 2035 年国内乘用车销量约 2681.7 万辆，新能源乘用车销量约 2145.4 万辆，渗透率约 80%。

目前一体化压铸的后底板重量在 55-65Kg 之间，按照一体化压铸 50 元/Kg 的售价进行估算，后底板的单车价值量大约在 3000 元。按照特斯拉公告，试验成功的前舱压铸件重量是 130Kg，若未来中底板也能够应用一体化压铸，加上 CTC 电池包上盖等重量是 50-60Kg，那么单车应用一体化压铸的部件的总重量会达到 250Kg。我们假设一体化压铸每千克售价按年均 2% 降低，到 2035 年的售价约为 40 元，则单车价值量会达到 10000 元左右。目前一体化压铸在新能源乘用车中应用的渗透率约为 10%，已量产的后底板单车价值量为 3000 元，按照乘联会给出的新能源乘用车 850 万辆的预测指引，那么 2023 年一体化压铸的市场空间约为 25.5 亿元（如表 9）。我们假设 2035 年一体化压铸在新能源乘用车应用的渗透率为 100%，按照单车价值量 10000 元测算，2035 年一体化压铸的市场空间约为 2145.4 亿元（如表 10），CAGR 为 44.7%。

表 8：国内新能源乘用车销量预测

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
乘用车销量(万辆)	2356.3	2379.9	2403.7	2427.7	2452.0	2476.5	2501.3	2526.3	2551.5	2577.1	2602.8	2628.8	2655.1	2681.7
新能源乘用车销量(万辆)	649.8	850.0	1045.6	1226.0	1348.6	1485.9	1613.3	1743.1	1862.6	1945.7	2004.2	2050.5	2097.6	2145.4
渗透率	27.6%	35.7%	43.5%	50.5%	55.0%	60.0%	64.5%	69.0%	73.0%	75.5%	77.0%	78.0%	79.0%	80.0%

资料来源：中汽协，乘联会，山西证券研究所

表 9：一体化压铸市场空间测算 I（亿元）

		一体化压铸车身在新能源乘用车中应用的渗透率									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
一体 化压 铸单 车价 值量 (元)	3000	25.5	51.0	76.5	102.0	127.5	153.0	178.5	204.0	229.5	255.0
	4000	34.0	68.0	102.0	136.0	170.0	204.0	238.0	272.0	306.0	340.0
	5000	42.5	85.0	127.5	170.0	212.5	255.0	297.5	340.0	382.5	425.0
	6000	51.0	102.0	153.0	204.0	255.0	306.0	357.0	408.0	459.0	510.0
	7000	59.5	119.0	178.5	238.0	297.5	357.0	416.5	476.0	535.5	595.0
	8000	68.0	136.0	204.0	272.0	340.0	408.0	476.0	544.0	612.0	680.0
	9000	76.5	153.0	229.5	306.0	382.5	459.0	535.5	612.0	688.5	765.0
	10000	85.0	170.0	255.0	340.0	425.0	510.0	595.0	680.0	765.0	850.0

资料来源：WIND，山西证券研究所

表 10：一体化压铸市场空间测算 II（亿元）

		一体化压铸车身在新能源乘用车中应用的渗透率									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
一体化压铸单车价值量（元）	3000	64.4	128.7	193.1	257.4	321.8	386.2	450.5	514.9	579.3	643.6
	4000	85.8	171.6	257.4	343.3	429.1	514.9	600.7	686.5	772.3	858.2
	5000	107.3	214.5	321.8	429.1	536.4	643.6	750.9	858.2	965.4	1072.7
	6000	128.7	257.4	386.2	514.9	643.6	772.3	901.1	1029.8	1158.5	1287.2
	7000	150.2	300.4	450.5	600.7	750.9	901.1	1051.2	1201.4	1351.6	1501.8
	8000	171.6	343.3	514.9	686.5	858.2	1029.8	1201.4	1373.1	1544.7	1716.3
	9000	193.1	386.2	579.3	772.3	965.4	1158.5	1351.6	1544.7	1737.8	1930.9
	10000	214.5	429.1	643.6	858.2	1072.7	1287.2	1501.8	1716.3	1930.9	2145.4

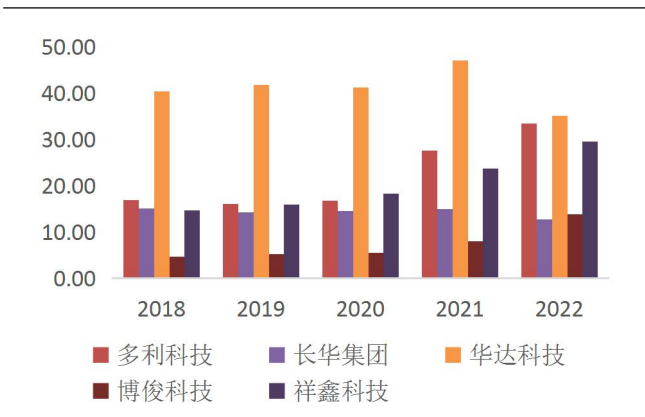
资料来源：WIND，山西证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 可比公司财务对比

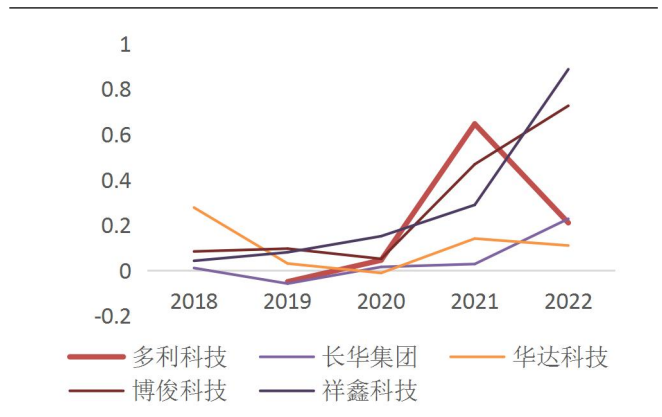
参考行业上下游及主营业务分类情况，我们选取了长华集团、华达科技、博俊科技、祥鑫科技作为公司的可比公司。在可比公司中，多利科技近年业务增长较快，营业收入已上升至第二位，其归母净利润水平平均也排在前列。2021年多利科技的营收和净利润增速在可比公司中排在第一位，2022年受疫情影响营收和净利润增速虽有所回落，分别为21.03%和15.50%，但仍具备较好的成长性。从毛利率及净利率水平来看，在可比公司中多利科技均具有明显优势，体现了优秀的费用管控能力。我们认为公司的经营状况较好，随着一体化压铸业务占比的提升，及下游重点客户的产销增速加快，未来营业规模及盈利能力有望进一步提升。

图 21：可比公司营业收入（亿元）对比



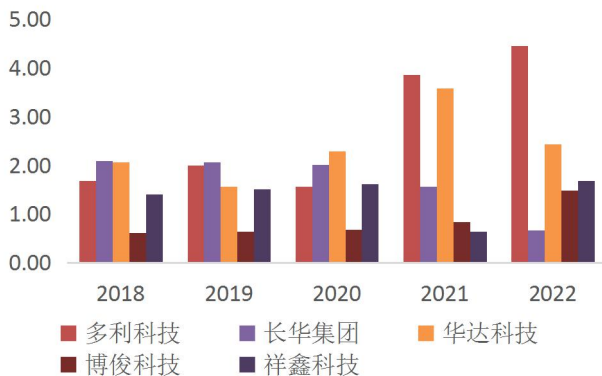
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：可比公司营收增速对比



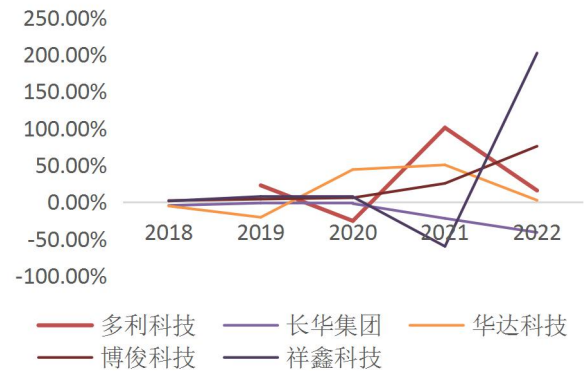
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：可比公司归母净利润（亿元）对比



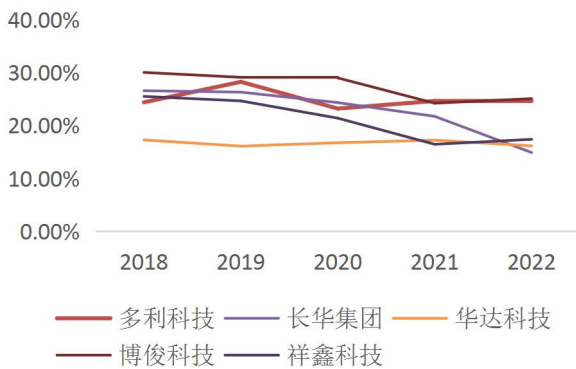
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 24：可比公司归母净利润增速对比



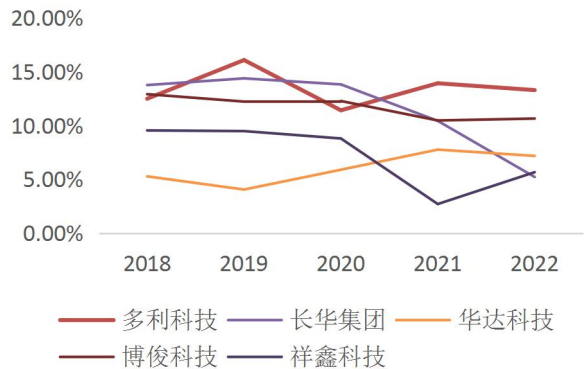
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：可比公司毛利率对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：可比公司净利率对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 4.2 盈利预测

我们按照冲压零部件、冲压模具、其他业务三大类对公司未来三年做盈利预测。

其中冲压零部件营收规模相对较大，占公司主营业务收入的绝大部分，我们主要参考国内汽车行业产销量增速水平、国产替代加速趋势、公司前两大新能源客户特斯拉和理想销量增速水平以及募投后新增产能，预测 2023-2025 年营收增速分别为 18.02%、23.61%和 29.21%，即分别为 36.00 亿元、44.50 亿元和 57.50 亿元。考虑到该业务非常成熟，毛利率将基本保持稳定，分别为 19.86%、19.96%和 20.00%。

冲压模具近三年约占公司营业收入的 4%，占比相对较小。考虑到冲压模具的设计开发和加工能力对汽车冲压零部件产品总制造成本、质量及性能具有决定性作用，随着未来公司整车客户的新车型增加和一体化压铸新业务的开拓，业务规模和客户配套有望快速扩大，我们给予较高营收增速的预测假设，冲压模具业务 2023-2025 营收增速分别为 28.56%、41.94%和 45.45%，即分别为 1.55 亿元、2.20 亿元和 3.20 亿元。考虑到未来零部件厂商的竞争加剧，毛利率将小幅下降，分别为 19.35%、20.00%和 20.00%。

其他业务目前主要为边角废料收入，考虑到公司未来业务门类增加，其增速或随产能扩张而增长。我们预测其他业务 2023-2025 营收增速分别为 16.78%、30.23%和 42.86%，毛利率将小幅下降，分别为 96.74%、

96.43%和 96.25%。

综上，我们预测 2023-2025 公司整体营收分别为 39.70 亿元、49.50 亿元和 64.70 亿元，同比增速分别为 18.33%、24.69%和 30.71%，毛利率分别为 24.01%、24.28%和 24.71%。

表 11：公司各业务板块盈利拆分及预测（百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
冲压零部件	0	3050.34	3600.00	4450.00	5750.00
YOY	0%	0%	18.02%	23.61%	29.21%
毛利	0	617.96	715.00	888.00	1150.00
毛利率	0%	20.26%	19.86%	19.96%	20.00%
冲压模具	0	120.56	155.00	220.00	320.00
YOY	0%	0%	28.56%	41.94%	45.45%
毛利	0	25.94	30.00	44.00	64.00
毛利率	0%	21.52%	19.35%	20.00%	20.00%
其他业务	179.71	184.10	215.00	280.00	400.00
YOY	78.27%	2.44%	16.78%	30.23%	42.86%
毛利	174.52	179.16	208.00	270.00	385.00
毛利率	97.11%	97.32%	96.74%	96.43%	96.25%
总收入	2772.08	3355.01	3970.00	4950.00	6470.00
YOY	64.58%	21.03%	18.33%	24.69%	30.71%
毛利	683.44	823.07	953.00	1202.00	1599.00
毛利率	24.65%	24.53%	24.01%	24.28%	24.71%

资料来源：WIND，山西证券研究所

表 12：公司主要财务数据及估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,772	3,355	3,970	4,950	6,470
YOY(%)	64.6	21.0	18.3	24.7	30.7
净利润(百万元)	386	446	532	680	886
YOY(%)	147.8	15.8	19.1	27.9	30.3
毛利率(%)	24.7	24.5	24.0	24.3	24.7
EPS(摊薄/元)	2.73	3.16	3.76	4.81	6.27
ROE(%)	27.2	24.0	12.2	13.5	15.0
P/E(倍)	27.9	24.1	20.2	15.8	12.1
P/B(倍)	7.6	5.8	2.5	2.1	1.8
净利率(%)	13.9	13.3	13.4	13.7	13.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

可比公司(含多利科技)2023-2025 年 PE 估值的平均值(其他公司 EPS 按 Wind 一致预期)分别为 19.88、13.96 和 10.71 倍，多利科技 2023-2025 年 PE 估值分别为 20.24、15.82 和 12.14 倍，略高于可比公司(含多利科技)的平均估值水平。

表 13：可比公司估值及比较

证券代码	公司名称	收盘价	EPS					PE			
		2023/6/6	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
001311.SZ	多利科技	76.10	3.16	3.76	4.81	6.27	24.08	20.24	15.82	12.14	
605018.SH	长华集团	10.03	0.23	0.38	0.49	0.58	43.61	26.39	20.47	17.29	
603358.SH	华达科技	19.34	0.59	1.11	1.60	2.29	32.78	17.42	12.09	8.45	
300926.SZ	博俊科技	18.41	0.95	0.85	1.50	2.05	19.38	21.66	12.27	8.98	
002965.SZ	祥鑫科技	50.55	1.44	3.69	5.52	7.57	35.10	13.70	9.16	6.68	
							<b>平均</b>	<b>30.99</b>	<b>19.88</b>	<b>13.96</b>	<b>10.71</b>

资料来源：WIND，山西证券研究所（其它公司 EPS 按 Wind 一致预期）

### 4.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.32/6.80/8.86 亿元，同比增长 19.1%/27.9%/30.3%，对应 EPS 分别为 3.76/4.81/6.27 元，对应于 2023 年 6 月 6 日收盘价 76.10 元的 PE 分别为 20.2/15.8/12.1 倍。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

## 5. 风险提示

#### ➤ 汽车产销量增长不及预期

目前美国和欧洲等发达经济体面临高通胀、经济低增长的不利局面，对汽车等大宗消费品需求减弱。国内的消费者信心仍较弱，消费复苏也不及预期，乘用车购置税减半和新能源汽车补贴政策也均已退出。目前，全球促进消费的有利因素尚待培育，全年汽车产销量增速低于预期的风险较大。

#### ➤ 新业务开拓不及预期

由于公司计划开拓一体化压铸等新业务，新业务进展、客户开拓和项目订单可能不及预期。

#### ➤ 原材料价格大幅波动的影响

公司主营业务成本中铝材和钢材占比较高，若原材料价格大幅上涨，公司主营产品成本将大幅上升，对公司毛利率和归母净利润有较大影响。

#### ➤ 行业竞争加剧的风险

由于计划布局一体化压铸的企业较多，不排除未来行业竞争加剧导致毛利率和净利率下降的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1517	1983	4363	5143	6099
现金	137	152	2090	2190	2369
应收票据及应收账款	893	1131	1350	1677	2185
预付账款	40	35	46	54	75
存货	434	608	718	860	1108
其他流动资产	12	56	159	361	363
<b>非流动资产</b>	1154	1545	1616	1921	2257
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	729	1045	1066	1089	1115
无形资产	163	184	198	212	225
其他非流动资产	262	316	353	620	917
<b>资产总计</b>	2671	3528	5979	7064	8356
<b>流动负债</b>	1190	1366	1553	1979	2397
短期借款	384	387	400	420	450
应付票据及应付账款	655	796	903	1227	1529
其他流动负债	151	183	250	332	418
<b>非流动负债</b>	65	300	81	60	47
长期借款	0	231	15	-8	-20
其他非流动负债	65	69	67	67	67
<b>负债合计</b>	1255	1666	1634	2039	2444
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	106	106	184	184	184
资本公积	216	216	2165	2165	2165
留存收益	1094	1540	2072	2753	3639
归属母公司股东权益	1416	1862	4345	5026	5912
<b>负债和股东权益</b>	2671	3528	5979	7064	8356

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	207	284	371	480	573
净利润	386	446	532	680	886
折旧摊销	126	151	143	117	126
财务费用	14	14	-2	-26	-30
投资损失	1	1	1	1	1
营运资金变动	-345	-367	-301	-281	-399
其他经营现金流	26	39	-2	-12	-12
<b>投资活动现金流</b>	-169	-491	-215	-410	-451
<b>筹资活动现金流</b>	-2	209	1782	31	57
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.73	3.16	3.76	4.81	6.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.01	2.63	3.39	4.05
每股净资产(最新摊薄)	10.02	13.18	30.75	35.56	41.83

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2772	3355	3970	4950	6470
营业成本	2089	2532	3017	3748	4871
营业税金及附加	20	21	26	32	42
营业费用	8	10	13	18	23
管理费用	68	81	103	131	178
研发费用	90	124	179	228	311
财务费用	14	14	-2	-26	-30
资产减值损失	-21	-29	-18	-16	-14
公允价值变动收益	-3	1	1	1	1
投资净收益	-1	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	466	550	654	837	1091
营业外收入	6	0	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	469	549	654	837	1091
所得税	84	103	123	157	205
<b>税后利润</b>	386	446	532	680	886
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	386	446	532	680	886
EBITDA	606	722	792	927	1187

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	64.6	21.0	18.3	24.7	30.7
营业利润(%)	95.1	18.1	19.0	27.9	30.3
归属于母公司净利润(%)	147.8	15.8	19.1	27.9	30.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.7	24.5	24.0	24.3	24.7
净利率(%)	13.9	13.3	13.4	13.7	13.7
ROE(%)	27.2	24.0	12.2	13.5	15.0
ROIC(%)	21.1	18.1	10.8	11.8	13.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.0	47.2	27.3	28.9	29.3
流动比率	1.3	1.5	2.8	2.6	2.5
速动比率	0.9	0.9	2.2	2.0	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.6	3.3	3.2	3.3	3.4
应付账款周转率	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5
<b>估值比率</b>					
P/E	27.9	24.1	20.2	15.8	12.1
P/B	7.6	5.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	23.6	20.1	15.7	13.3	10.3

资料来源：最闻、山西证券研究所



### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话: 010-83496336

