

祥鑫科技 (002965.SZ) 首次覆盖报告

坐拥高景气赛道，迎跨越式增长

公司坐拥新能源车+光储高成长赛道，绑定宁德/广汽/华为等优质客户，下游需求强劲，新接订单饱满；看好公司产能扩张迎爆发式增长，规模效应驱动盈利能力提升。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- 坐拥高景气赛道，全面拥抱新能源。**公司深耕模具和金属结构件行业，下游涵盖动力电池、新能源车、光伏/储能等高成长赛道，产品包括电池盒、车身结构件、逆变器结构件等，是全面拥抱新能源的多栖选手。预计23年新能源车/逆变器市场规模增长34%/31%；受益下游高景气，2021/22年公司新能源车收入（车+电池+光储）占比45.8%/72.1%，预计2023年超过90%。光储打开全新增长曲线，22年公司光储业务收入占比12%，预计23年占比20%，24年达30-40%。
- 深度绑定龙头客户，量价齐升跑赢行业。**公司电池盒/车身结构件/光储业务的大客户分别是宁德时代/广汽/华为，22年收入合计占比44%，其他优质客户包括吉利/比亚迪/蔚来/蜂巢/亿纬/孚能/新能安/Enphase等。22年末与宁德时代达成战略合作，在宁德的电池盒份额和价值量有望双升（托盘2500元→箱体4-5千元）；广汽埃安销量持续突破，23年目标50-60万辆，公司单车配套升至3千元；华为是光储逆变器龙头，受益行业蓬勃发展；公司的逆变器总装代工产品推进交付，利于做大收入规模。
- 新接订单持续爆发，产能扩张高歌猛进。**公司1-4月新获定点149-151亿元；今年重点开拓光储头部客户，预计更多订单年内落地。顺应下游需求爆发，公司果断扩张产能，22年底产能达50亿元，23年一季度末达80亿元，预计二季度末达110亿元。公司拟定增18.4亿元用于扩产，新增年产车身结构件20万套、动力电池箱体170万套、逆变器35万套。产能释放将打开收入增长潜力，提振规模效应，改善盈利能力。
- 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**公司22年净利润2.6亿元，同比+300.4%，净利率6%，业绩兑现度好。1Q23在行业不佳的背景下，实现毛利率18.5%，净利率7.2%，反映盈利能力持续改善，预计全年净利率在8%以上。预计公司2023-24E收入同比+87%/+46%至80亿/117亿元，净利润同比+159%/+58%至6.6亿/10.5亿元，考虑定增后，对应16.2x/10.2x 2023-24E P/E。看好公司加速扩产、规模效应提振利润率、业绩持续兑现，同时潜在新客户/新订单催化估值。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**行业景气度不及预期、融资进展不及预期、竞争格局恶化。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2371	4289	8023	11727	14604
同比增长	29%	81%	87%	46%	25%
营业利润(百万元)	64	280	721	1141	1506
同比增长	-66%	338%	158%	58%	32%
归母净利润(百万元)	64	257	664	1050	1387
同比增长	-60%	300%	159%	58%	32%
每股收益(元)	0.42	1.44	2.91	4.60	6.07
PE	112.6	32.7	16.2	10.2	7.7
PB	3.8	3.1	2.1	1.8	1.5

资料来源：公司数据、招商证券；注：考虑定增摊薄影响

敬请阅读末页的重要说明

强烈推荐 (首次)

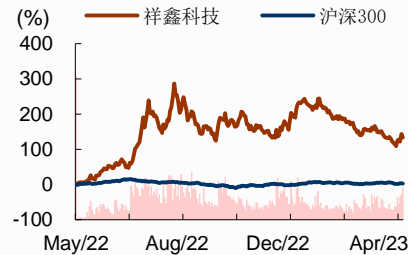
中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：47.0元

基础数据

总股本(万股)	17827
已上市流通股(万股)	11555
总市值(亿元)	84
流通市值(亿元)	54
每股净资产(MRQ)	15.7
ROE(TTM)	10.8
资产负债率	49.3%
主要股东	陈荣
主要股东持股比例	21.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-17	162
相对表现	-4	-24	162



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 汪刘胜 S1090511040037
✉ wangls@cmschina.com.cn
杨岱东 S1090523040002
✉ yangdaidong1@cmschina.com.cn

正文目录

专注优质赛道，服务龙头客户	4
动力电池托盘：市场高增，绑定宁德	7
汽车结构件：广阔天地，大有可为	11
光储结构件：全新增长曲线，爆发可期	14
通信设备：主动转型释放产能，占比下降	17
盈利预测	18
风险提示	20

图表目录

图 1：祥鑫科技历史沿革	4
图 2：祥鑫科技股权结构图	4
图 3：公司营业收入及同比增长	6
图 4：公司净利润及同比增长	6
图 5：公司收入分拆	6
图 6：公司毛利润分拆	6
图 7：电池箱体结构	7
图 8：电池托盘	7
图 9：车身结构件主要构成	11
图 10：广汽埃安月销量连续突破 4 万辆	12
图 11：广汽埃安 2023 年销量目标 50 万辆，挑战 60 万辆	12
图 12：公司部分模具产品	13
图 13：公司模具毛利率远高于结构件	13
图 14：2021 年全球各地光伏新增量	14
图 15：全球与中国光伏装机量	14
图 16：2017-2021 年全球及中国光伏逆变器出货量情况	15
图 17：2021 年全球光伏逆变器出货量占比	15
图 18：全球储能市场新增装机容量	16
图 19：中国储能逆变器市场规模	16
图 20：结构件占逆变器成本约 20%	16

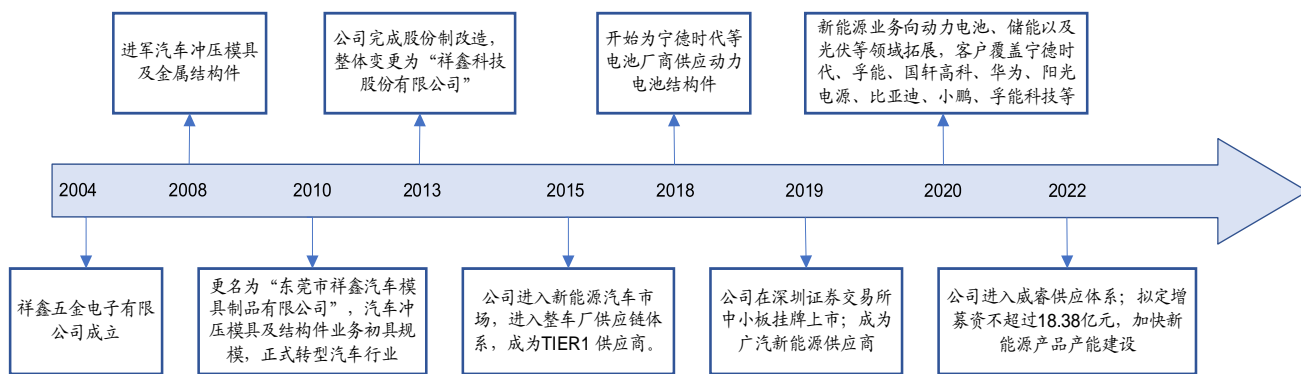
图 21: 公司光伏逆变器产品.....	16
图 22: 通信设备营业收入及占比	17
图 23: 通信设备毛利率及占比	17
图 24: 公司营业收入及同比增长	18
图 25: 公司净利润及同比增长	18
图 26: 公司季度业绩持续兑现, 毛利率提升体现规模效应	19
图 27: 祥鑫科技历史 PE Band	19
图 28: 祥鑫科技历史 PB Band	19
表 1: 祥鑫科技主要产品	5
表 2: 祥鑫科技主要产品图示	5
表 3: 公司客户资源丰富	5
表 4: 祥鑫科技定向增发计划	6
表 5: 主流轻量化材料特性.....	7
表 6: 动力电池箱体主要成型工艺	7
表 7: 动力电池箱体主要连接工艺	8
表 8: 电池箱体各部分价值构成.....	9
表 9: 宁德时代不同代际 CTP 区别	9
表 10: 电池托盘市场增长空间巨大.....	9
表 11: 托盘企业纷纷加速布局产能扩充	10
表 12: 祥鑫科技产能汇总	10
表 13: 祥鑫科技汽车冲压件产品	11
表 14: 主流模具的工艺和应用场景	12
表 15: 全球和中国市场逆变器需求规模	14
表 16: 近五年全球逆变器出货排名	15
表 17: 祥鑫科技逆变器项目定点	16
表 18: 祥鑫科技通讯类产品图示	17
表 19: 盈利预测分拆.....	18
附: 财务预测表	21

专注优质赛道，服务龙头客户

深耕模具和金属结构件领域，客户范围广阔。公司成立于2004年，专业从事精密冲压模具和金属结构件研发、生产和销售，能够为汽车、储能、光伏、通信、办公设备等行业的客户提供一体化解决方案。目前公司主要产品包括：动力电池托盘及结构件、汽车冲压模具及结构件、光伏储能逆变器结构件及箱体、通信设备结构件及箱体。公司先后在广州、常熟、天津和宁波建成生产基地，产品配套珠三角，长三角和京津冀，覆盖国内两大汽车产业集群，模具及结构件产品远销德国、日本、美国、墨西哥、印度等海外市场。公司于2019年在深交所上市。

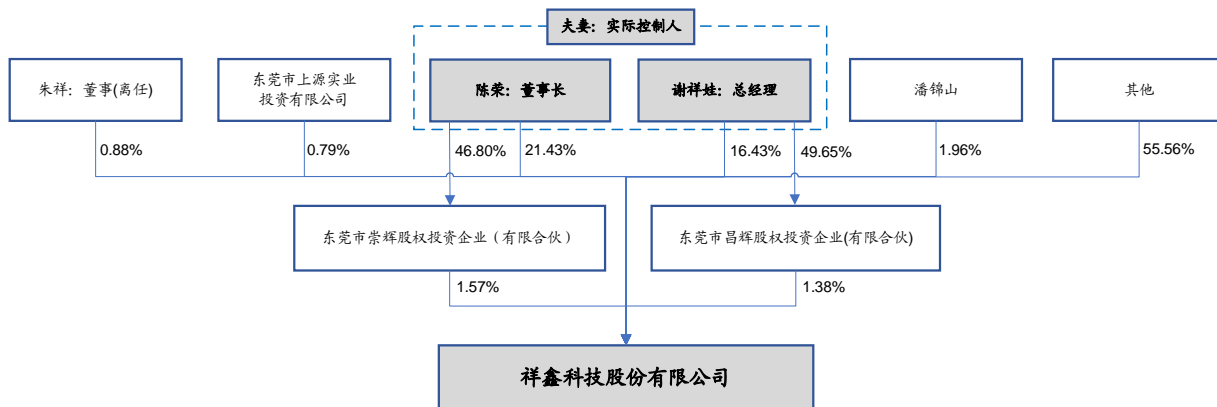
前瞻押注汽车赛道，顺势拓展新能源下游。公司于2008年进军汽车冲压模具及金属结构件领域，2010年汽车业务初具规模，公司名称变更为“东莞市祥鑫汽车模具制品有限公司”，全面转型汽车行业。2015年公司进入新能源汽车市场，先后进入广汽、吉利、蔚来、小鹏、比亚迪等整车厂的供应体系，成为一级供应商。2019年成为广汽新能源的供应商。2020年，业务向动力电池、储能以及光伏等领域拓展，客户覆盖宁德时代、孚能科技、国轩高科、华为、阳光电源等领先企业。2021/22年公司新能源收入(车+电池+光储)占比45.8%/72.1%，预计2023年超过90%。

图 1：祥鑫科技历史沿革



资料来源：Wind、招商证券

图 2：祥鑫科技股权结构图



资料来源：Wind、招商证券；数据截止2022年年报

新能源多栖选手，深度绑定龙头客户。1) **优质赛道：**相较众多的金属结构件领域同行，公司的下游市场更加广阔，涵盖动力电池、新能源车、光伏/储能等高成长赛道，是全面拥抱新能源的“多栖选手”。多元的下游市场利于削弱对单一市场景气度的依赖，平滑收入波动，并充分享受新能源车、光储赛道接连而至的爆发期红利。相对低增长、低毛利的燃油车、通信、办公用品领域业务占比持续下降。2) **龙头客户：**动力电池壳体方面，客户包括**宁德时代**、亿

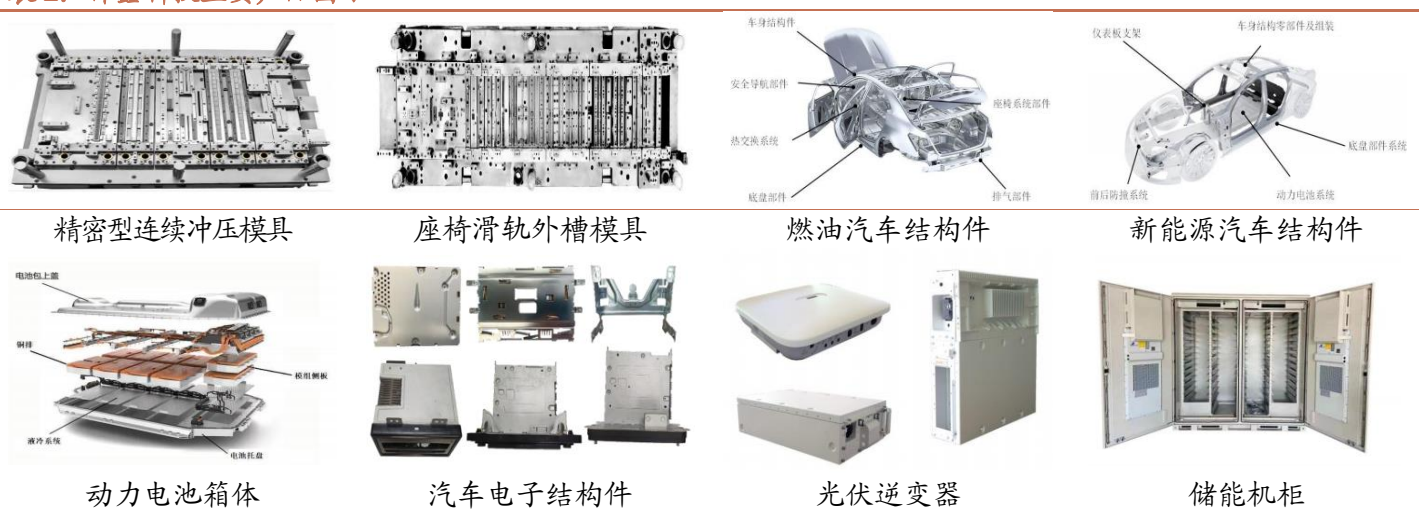
纬锂能、孚能科技等龙头电池厂商，并与宁德时代达成全面战略合作协议。汽车结构件方面，长期为广汽、吉利、蔚来、比亚迪等知名整车厂供货，大客户为**广汽埃安**，受益埃安销量持续突破。光伏储能方面，主要产品为逆变器壳体及结构件、储能机箱，已成为华为、新能安、Enphase Energy 等知名企业供应商，并与**华为**深度捆绑。

表 1: 祥鑫科技主要产品

类别	主要产品	典型应用
精密冲压模具	汽车冲压模具 其他冲压模具	汽车金属结构件及组件的生产 通信设备、办公及电子设备整体结构件的生产
金属结构件	汽车冲压件 数控钣金件 其他结构件	汽车冷却系统、座椅系统、天窗、防撞梁等及其他车身组件 各类通信机柜、通信设备功能插箱、充电桩外壳等 各类办公及电子设备结构件，如打印机、复印机、投影仪等设备的金属结构件

资料来源：招股说明书、招商证券

表 2: 祥鑫科技主要产品图示



资料来源：招股说明书、招商证券

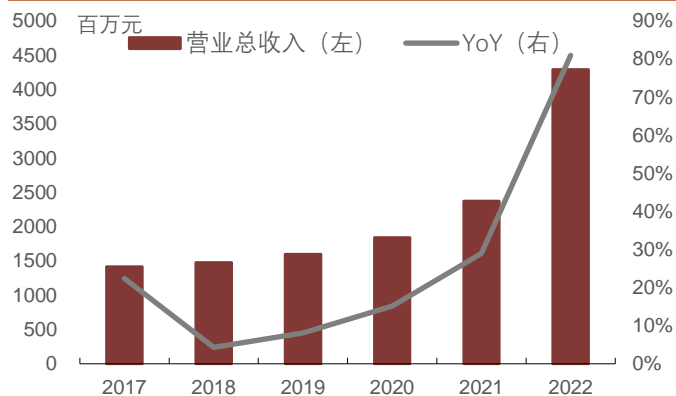
表 3: 公司客户资源丰富

业务	主要客户
电池壳体	宁德时代、孚能科技、欣旺达、国轩高科、亿纬锂能、塔菲尔、广汽埃安、吉利汽车、比亚迪
汽车冲压及结构件	整车厂 Tier 1 广汽埃安、传祺、吉利、蔚来、比亚迪、小鹏汽车、一汽大众、保时捷、奥迪、宝马、戴姆勒、沃尔沃、捷豹、路虎、大众、雪铁龙等 佛吉亚、本特勒、安道拓、江森自控、法雷奥、马勒、奥钢联、延锋、奇昊、爱信精机、哈曼贝肯
光储结构件	华为、新能安、Enphase Energy、Larsen、FENECON GmbH
通信结构件	华为、中兴、长城、浪潮

资料来源：公司公告、招商证券

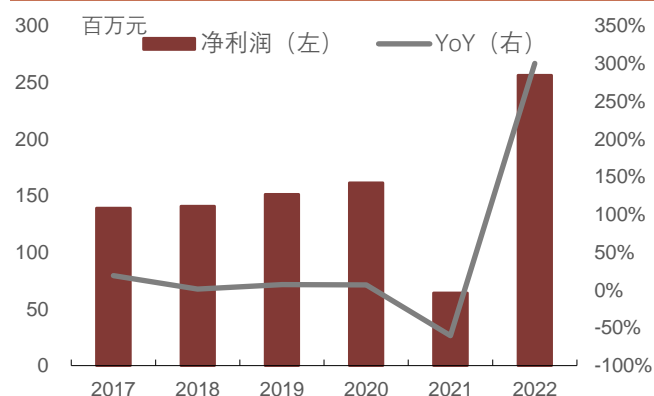
公司新能源车业务放量带动收入利润高增。公司 2022 年收入大幅增至 42.9 亿元，同比增长 81%，净利润 2.6 亿元，同比增长 300%，主要受益于新能源业务放量。2022 年公司调整战略方向，扩张新能源业务，2022 年新能源车业务收入 25.6 亿元，占比 60%，光储设备收入 5.4 亿元，占比 12.5%，新能源业务总共占比达 72%，公司聚焦广汽埃安、华为、宁德时代等大客户，优化产品结构，实现收入和净利润双增长。

图 3: 公司营业收入及同比增长



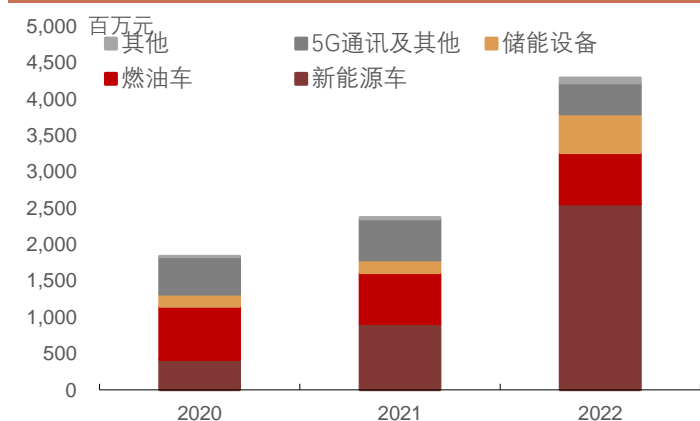
资料来源: 公司资料、招商证券

图 4: 公司净利润及同比增长



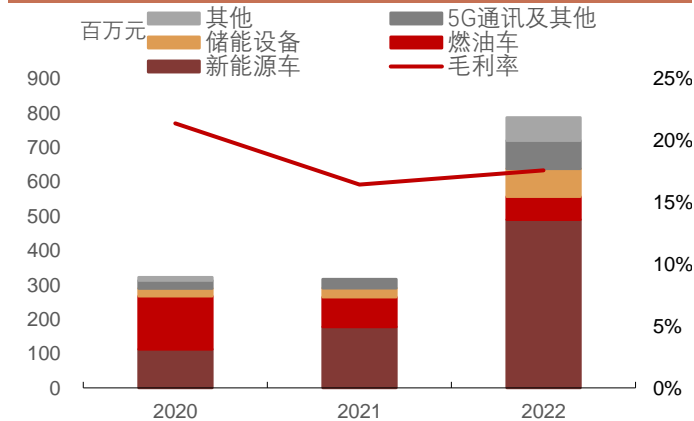
资料来源: 公司资料、招商证券

图 5: 公司收入分拆



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 公司毛利润分拆



资料来源: Wind、招商证券

定增助力公司产能扩张。公司拟增发不超过 5000 万股，不超过发行前公司总股本的 30%，募集资金不超过 18.4 亿元，用于东莞、广州、常熟、宜宾四地生产基地建设，项目达产后可实现新增年产车身结构件 20 万套、动力电池箱体 170 万套、逆变器 35 万套，达产后产值约 51 亿元。预计定增将在 2023 年完成。产能释放将提升公司收入增长潜力，进一步带动规模效益，改善盈利能力。

表 4: 祥鑫科技定向增发计划

序号	募集资金投资项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟投入募集资金金额 (亿元)	达产年产能 (万套)				新增年收入 (亿元)
				车身结构件	动力电池箱体	商用逆变器	家用逆变器	
1	东莞储能、光伏逆变器及动力电池箱体生产基地建设项目	6.7	6.7		54	15	20	
2	广州新能源车车身结构件及动力电池箱体产线建设项目	2.9	2.9	20	22.5			7.63
3	常熟动力电池箱体生产基地建设项目	3.4	3.4		34			
4	宜宾动力电池箱体生产基地扩建项目	5.4	5.4		59.5			
合计		18.4	18.4	20	170	15	20	

资料来源: 公司公告、招商证券

动力电池托盘：市场高增，绑定宁德

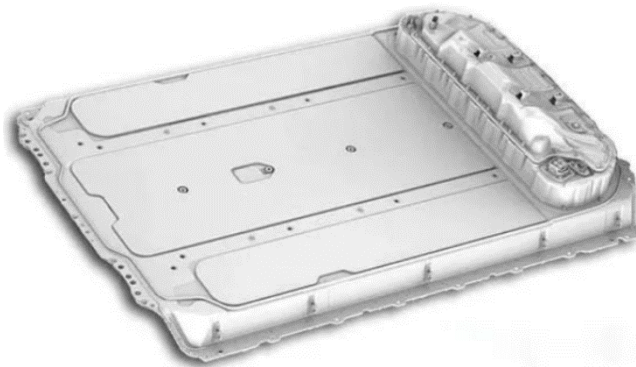
汽车动力电池托盘是动力电池的支撑件，被称作电池系统的“骨架”。电池托盘一般安装在车体的下部，与上盖板，侧面端板，液冷板，底板构成电池箱体，在整个电池系统中有密闭电池、固定外形、支撑整体结构、防撞击、抗腐蚀等作用。目前电池箱体的上盖材料多为高强度钢和铝合金，而电池托盘更多采用铝合金材料制成。

图 7：电池箱体结构



资料来源：公司年报、招商证券

图 8：电池托盘



资料来源：模授世界、招商证券

铝合金替代钢制成为轻量化新趋势。电池托盘的重量在电池包中占比 20%-30%，而动力电池包占整车重量的 20%-30%。早期通常使用钢制托盘，其价格经济且抗冲击能力较强，但重量过大，对新能源汽车的续航里程限制明显，轻量化效果较差；碳纤维性能优良但价格过高无法普及。铝合金具有密度低，比强度高特点，可以同时保证刚性和车身性能，随着汽车轻量化进程推进，得到广泛使用，在使用铝合金替代后，同等尺寸的箱体质量可下降 20%-30%。综合来看，铝合金是目前最符合轻量化趋势的材料。

表 5：主流轻量化材料特性

材料	工艺	成型		连接		
		效率	成本	工艺	效率	成本
高强度钢	冲压	较高	中	焊接、机械连接	中	中
铝合金	冲压/挤压/铸造	高	中	焊接、铆接、FDS、搅拌摩擦焊、胶接等	高	高
镁合金	冲压/铸造	高	高	胶接+机械连接	高	高
碳纤维	热压罐/RTM/模压	低	高	胶接+机械连接	低	高

资料来源：汽车工艺与材料，招商证券

冲压、挤压、压铸三大成型工艺路线并行。三种成型工艺面向不同车型，冲压工艺较为成熟，效率高、成本低，可以针对不同客户的产品做配套解决方案；铝挤托盘则可以做到覆盖搭载第二代、第三代 CTP 电池产品的纯电动车型，但工艺较为复杂；压铸面向 A00 级车、混动车等电池包能量密度较低车型的托盘，强度较低，仅 200 兆帕，与一代托盘相近，仍需发展。预计未来多种技术将持续共存。

表 6：动力电池箱体主要成型工艺


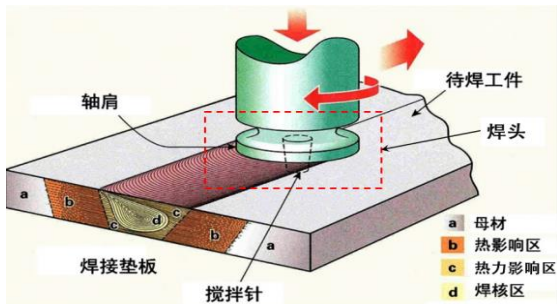
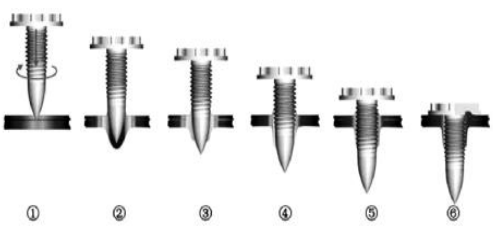
工艺技术	技术原理	优点	局限	发展空间	应用范围
冲压（冷冲压、热冲压）	依靠压力机和模具对型材施加外力，使之产生塑性变形或分离，以获得所需形状和尺寸	价格经济，效率高，易于批量化生产，加工及焊接性能优良，抗冲击能力强，	重量大，影响续航里程，技术标准要求高	目前以钢制为主，铝制对整车厂的底盘设计能力有要求，未来将向自动化，规模化发展。	上盖板，底板护板等

工艺技术	技术原理	优点	局限	发展空间	应用范围
挤压	铝合金锭加热至可塑温度后，挤压机利用油压的力量将铝合金锭挤压通过挤压模具变成所需型材。	是目前主流的设计方案，可有效降低电池重量，设计灵活，加工方便，易于修改，刚性高，抗震动、挤压和冲击。	需要焊接来完成拼接，需要焊接的零件多，工艺复杂。	随轻量化推进，铝挤压材的需求量将提升，将会需要扩充产线。	冷却板，电池托盘，护栏等
压铸	利用模具腔对融化的金属施加高压。	设计样式灵活，托盘成型后不需要焊接工序，因此综合力学性能较高，重量低，表面平整。	压铸过程中易发生欠铸、裂纹、冷隔、凹陷、气孔等缺陷，浇铸后产品密封性较差，延伸率低，碰撞后易变形，大容量电池托盘无法用压铸。	进展较慢，目前压铸托盘难以满足需求，因压铸流动速度要达到亚音速，所以技术难度大。	中小型铸件，小能量电池包

资料来源：《新能源汽车电池托盘应用现状及发展趋势》谭锦红、招商证券

连接工艺技术壁垒较高。随着轻量化趋势演进，轻量化材料应用比例逐步提高而快速发展。在传统技术如 CMT（传统熔化焊）的基础上发展出 FSW（搅拌摩擦焊）、FDS（热融自攻丝）、SPR（自冲铆接）等新工艺。FDS、FSW 连接技术为电池箱体行业内的主流技术。CTP 一代结构采用 CNC+FSW 工艺，CTP 二代增加 FDS 工艺，达到母材强度的 95%以上，满足大多数强度需求。由于成型材料的厚度不同时，对焊缝质量有较高要求，因此技术壁垒较高。

表 7：动力电池箱体主要连接工艺

工艺技术	技术原理	特性	流程示意图
传统熔化焊 (CMT)	是在短路过渡基础上开发的，通过协调送丝控制及实时监控，在熔滴短路时，焊机接到短路信号后切断电流，实现焊接过程中的冷热循环交替，热输入较低。是最基础的技术。	焊接时无飞溅，焊接变形小，焊缝成型美观，适宜薄板焊接，能够实现多种异种金属间的连接。	
搅拌摩擦焊 (FSW)	是一种较新的固相连接技术，原理是利用高速旋转的焊具与工件摩擦产生的热量使被焊材料局部熔化，当焊具向前移动时，被塑性化的材料在焊具的转动摩擦力作用下由焊具的前部流向后部，并在焊具的挤压下形成致密的焊缝。目前该技术多应用于航空航天领域。	具有变形小，接头机械性能好，尺寸精度高优点。但需要焊接设备具有很好的刚性，对搅拌焊头的磨损较高。	
热融自攻丝 (FDS)	利用利用螺钉高速旋转产生的热量熔化母材，增加压力打穿母材并在母材上制作螺纹，使两层或多层板料固定在一起。目前动力电池托盘多采用该技术。	该工艺可以连接不同材料，制造效率高，成本较低，且无废屑产生、无额外加工程序。但打入的铆钉会增加整体重量。	

工艺技术	技术原理	特性	流程示意图
自冲铆接 (SPR)	是一种冷成型连接工艺。铆接过程中，铆钉首先刺穿上层板材，之后在冲头和铆模的作用下，铆钉中空部发生变形扩张，并在底层板材形成机械互锁。自冲铆接成型过程包括六个阶段：定位、预压、进给、冲裁、扩张、成型。	铆接时无热量，噪声和能耗低。铆接无热效应。可用于连接异种金属或者非金属材料质的连接。不需要预先钻孔，无需对铆接点位置进行调整。铆接点质量在线监测。	

资料来源：《浅谈薄板 CMT 焊接技术》 陈媛媛、中南大学轻合金研究院、《FDS 技术在钢铝混合车身上的应用》、《自冲铆接技术及关键工艺参数设计要点》、招商证券

CTP 带来托盘价值量提升。无模组电池 (Cell To Pack) 通过节省模组这一环节来大幅提高底盘空间利用率，进而提高单位体积的能量密度和续航里程。从一代箱体 VDA/MEB 结构到二代箱体 CTP2.0 再到三代箱体 CTP3.0、特斯拉 CTC、比亚迪 CTB 等，边梁数量逐渐减少。至三代箱体，托盘边梁横梁基本取消，带来更优密封性，集成更多铸件、紧固件、喷涂、水冷板和隔热层，电池托盘承担更多重量。因此加工流程和技术愈发复杂，材料成本占比逐渐降低。托盘单车价值量从一代托盘的 900-1800 元不等跃升至三代托盘的 3000-4500 元以上。目前主流使用的托盘为主要采用 FDS 工艺的二代托盘。

表 8: 电池箱体各部分价值构成

电池箱体部位	单车价值量 (元)
电池托盘	CTP2.0 2500-3000 CTP3.0 3000 元以上
液冷板	CTP2.0 500-650 CTP3.0 1000-1200
上盖板	300
底护板 (选装)	200-300
箱体总计	4000-5000

资料来源：世界先进制造技术论坛、招商证券

表 9: 宁德时代不同代际 CTP 区别

核心改变	续航里程 (km)	能量密度 (Wh/kg)
CTP1.0 以大模组代替小模组的形式简化电池包，去掉模组侧板：电芯→无侧板模组→Pack	500+	180+
CTP2.0 模组层级及 Pack 层级进一步做物料减法，取消厚重结构件，调整 Pack 中横梁布置，再次省去模组两个端板，利用箱体横纵梁代替端板。	600+	200+
CTP3.0 进一步省去箱体横纵梁，完全省去模组：电芯→堆叠体→Pack，水冷版插入电芯间，代替横纵梁，使支撑、冷却、隔热、缓冲功能四合一。	1000+	250+

资料来源：宁德时代公告、招商证券

表 10: 电池托盘市场增长空间巨大

电池托盘市场规模	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国新能源乘用车销量 (万辆)	125	333	655	875	1128	1380
同比		168%	96%	34%	29%	22%
纯电动乘用车销量 (万辆)	100	273	503	655	848	1060
同比		174%	84%	30%	29%	25%
插电混乘用车销量 (万辆)	25	60	151	220	280	320
同比		143%	152%	45%	27%	14%
纯电电池托盘价值量 (元)	2500	2500	2500	2500	2500	2500
插混电池托盘价值量 (元)	1200	1200	1200	1200	1200	1200
纯电电池托盘市场空间 (亿元)	25	68	126	164	212	265
同比		174%	84%	30%	29%	25%
混动车电池市场空间 (亿元)	3	7	18	26	34	38
同比		143%	152%	45%	27%	14%
电池托盘市场空间合计 (亿元)	28	76	144	190	246	303

电池托盘市场规模	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
同比		170%	91%	32%	29%	24%

资料来源：乘联会、招商证券；注：未考虑 CTP 带来的电池箱体价值量提升，故以上预测偏保守

当前产能为重要竞争点。 电池托盘行业作为新能源汽车发展所产生的全新赛道，仍处于相对早期的发展阶段。在国内企业中，祥鑫科技、和胜股份、凌云股份、敏实集团、长盈精密等获得较多电池箱体订单，处于行业第一梯队。国外企业如皮尔博格、海斯坦普的技术储备较为丰厚，但中国企业贴近客户，具有较大成本优势，与客户沟通密切，部分中国企业在技术、市场、产品方面已经优于国外巨头。受益于新能源车迅猛发展，电池托盘行业增速较快，仍处于供不应求的状态，因此产能是重要的竞争点。

表 11: 托盘企业纷纷加速布局产能扩充

公司	2022 年产能规划 (万台)	2023 年产能规划 (万台)	主要客户
凌云股份	30-40	100	长城, 广汽, 宁德时代, 北汽
和胜股份	60	100	宁德时代, 比亚迪, 广汽
敏实集团	30-40	100	
华达科技	60-100		
赛科利			主要为特斯拉
祥鑫科技	50	120-150	宁德时代, 孚能科技, 欣旺达, 亿纬锂能等
长盈科技	20		宁德时代为主
新疆新投		40	比亚迪, 吉利

资料来源：公司公告、产业调研、招商证券

表 12: 祥鑫科技产能汇总

区域	具体地点	主要产品	配套客户	投产状态	产线情况及未来规划
	广州番禺	光伏逆变器, 汽车结构件, 新能源, 动力电池箱体	广汽, 比亚迪, 小鹏汽车, 东风日产, 宁德时代, 华为, 中兴	投产	已有 12 条产线, 预期仍要扩充
华南	东莞麻涌	光伏逆变器, 汽车结构件		在建	2023 年 1 月结构件产线投产
	东莞长安	光伏逆变器		在建	2023 年扩充至 12 条产线
华东	苏州常熟	汽车零部件, 模具, 储能、动力电池箱体	蔚来, 吉利, 奇瑞	投产	2023 年 6 月前完成 8 条产线
	宁波杭州湾	通信设备结构件	捷豹路虎, 威睿电池, 延锋	投产	有 2 条产线已经在交付中
	安徽马鞍山			投产	
华北	天津武清	汽车结构件	一汽大众, 一汽丰田	投产	
西南	四川宜宾	动力电池箱体	宁德时代	小批量试产	2023 年上半年预计从 2 条产线扩充至 14 条
北美	墨西哥蒙特雷	动力电池箱体, 汽车结构件	延锋 (未来战略客户特斯拉, 奔驰, 宝马, 佛吉亚等)	试生产	已交付部分座椅结构件产品给延锋, 试拓展特斯拉等

资料来源：公司公告、招商证券

公司技术竞争优势强，与客户共研产品。 公司主要电池箱体工艺有冲压工艺和铝挤工艺，配套产品主要为 CTP 结构动力电池，拥有行业领先的超高强度钢板和铝镁合金模具成型技术、自冲铆接 (SPR) 技术、热融自攻丝技术 (FDS) 技术、拼焊板技术、CAE 模拟仿真技术等主流工艺。同时定制能力较强，能提供混动，纯电电池箱体解决方案。同时公司与宁德时代签订战略合作协议，打造电池 Pack 箱体全生命周期合作的模式。公司还与客户建立 CTC 技术，CTB 技术共同开发意向，在与客户共研成本效率更有优势的高强钢冲压电池托盘项目。

在宁德时代份额和价值量有望双升。 2022 年 12 月，公司与宁德时代达成战略合作，打造电池 Pack 箱体领域全生

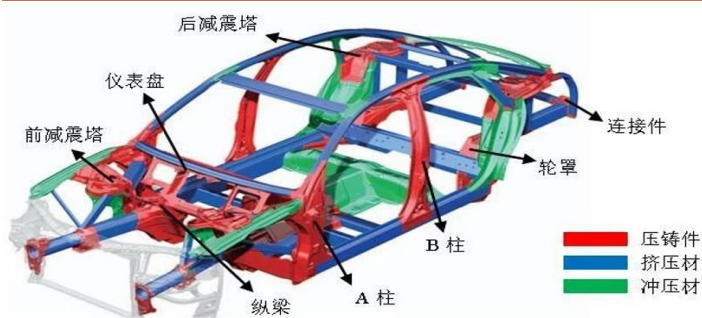
命周期合作模式：进一步加深双方在电池 Pack 箱体领域结构件的合作，加强冲压件（包含但不限于 Pack 上盖、底护板、端侧板）、热管理系统产品（包含但不限于水冷板）、储能机柜、热成型及辊压成型技术等其他产品或者项目的合作。未来公司在宁德时代电池托盘的份额（2022 年约 10%，长期有望达 30%）和价值量（托盘 2500 元，箱体 4-5 千元）有望双升。

汽车结构件：广阔天地，大有可为

1) 车身结构件

车身结构件种类繁多，冲压是主流工艺。车身结构件是应用于车身，起到支撑、承载作用的构件，其是车身零部件安装的基础。常见的零部件有横纵梁、A、B 柱、减震塔、保险杠、门内板、发盖内板、加强件、前围板、地板等，传统的结构件一般由钢板冲压、焊接而成。传统冲压工艺成熟，是行业内的主流技术，目前在汽车制造过程中约 60%-70% 的金属零部件需要冲压成型。冲压工艺可以应用于钢材、铝材、镁材等多种材料，同时可以实现异种金属的连接，产成品具有强度高、抗冲击能力强的特点。




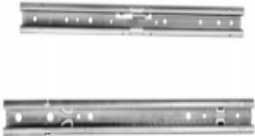






图 9：车身结构件主要构成



资料来源：世界先进制造技术论坛、招商证券

结构件产品矩阵完善，全面转型新能源。公司供应的主要产品包括座椅侧板，座椅加强版，前防撞梁，前臂梁，前纵梁，热交换系统，AB 柱，底盘部件等。车身部分以钢铝混合为主，安全件因为铝合金强度不足，多以高强钢构成。公司传统燃油车结构件和新能源车结构件均有涉及，考虑市场空间及利润率水平（公司 2022 年燃油车业务平均毛利率 9.6%，新能源汽车业务含电池壳体平均毛利率 19.2%），公司主动调结构，产能全面向新能源产品倾斜，燃油车结构件占比将持续下降。

表 13：祥鑫科技汽车冲压件产品

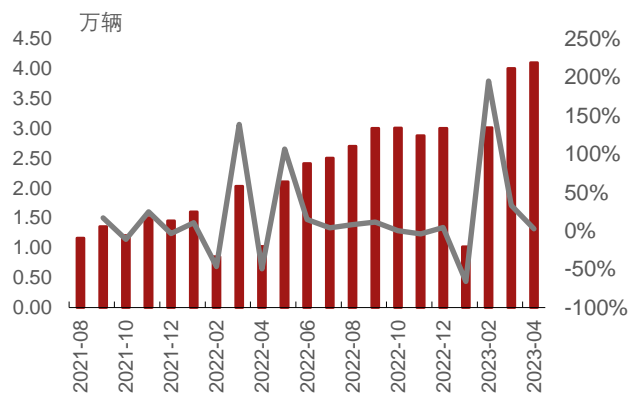
				
汽车座椅	汽车全景天窗	座椅滑轨	A 柱内板	B 柱加强板总成
				
A 柱内板上板总成	后轮罩内板总成	油底壳	冷却系统集液管	冷却模块散热盘

资料来源：招股说明书、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

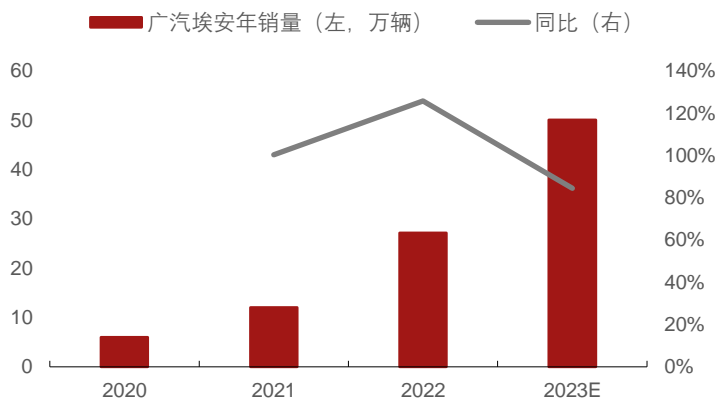
下游客户广泛，新能源车型为主。公司的客户主要分为整车厂和 Tier 1 厂商两部分。广汽为公司 2022 年的最大客户，其中广汽埃安全系平均单车配套 2500-3000 元，广汽传祺单车配套 1500 元。其他整车厂客户包括蔚来、比亚迪、小鹏、一汽大众等。公司的 Tier 1 客户包括佛吉亚、安道拓、延锋、李尔、博泽、丰纺等，未来希望向大件拓展。2022 年新能源车结构件+动力电池合计创收 25.6 亿元，同比+181.4%，燃油车结构件收入 7 亿元，同比持平，预计 2023 年燃油车业务收入规模和占比均降低。

图 10: 广汽埃安月销量连续突破 4 万辆



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 广汽埃安 2023 年销量目标 50 万辆, 挑战 60 万辆



资料来源: 公司公告、招商证券

与本特勒建立合资企业，规划进入底盘总成。公司 2022 年 7 月与全球知名轿车底盘结构件供应商本特勒达成合作，于东莞麻涌镇设立本特勒祥鑫汽车系统有限公司，项目总投资约 20 亿元，预计达产后年产值为 50 亿元，其中公司股权占比 49%。本特勒拥有先进的热成型冲压技术，主要为奔驰、宝马等全球各大汽车厂商供应前悬挂、后悬挂模组、底盘系统、防撞结构件、发动机排气及控制系统等重要汽车零部件。2022 年合资公司涉及 3 个主要项目，分别对应传祺、埃安以及东风日产，供应副车架。合资公司未来长期目标为底盘项目，对应价值量为国内普通底盘每套 6-8 千元，国外豪华车品牌每套 1-2 万元；若开拓成功，公司单车价值量将大幅提升。公司目标转型成为集成化、平台化的汽车零部件供应商。

2) 冲压模具

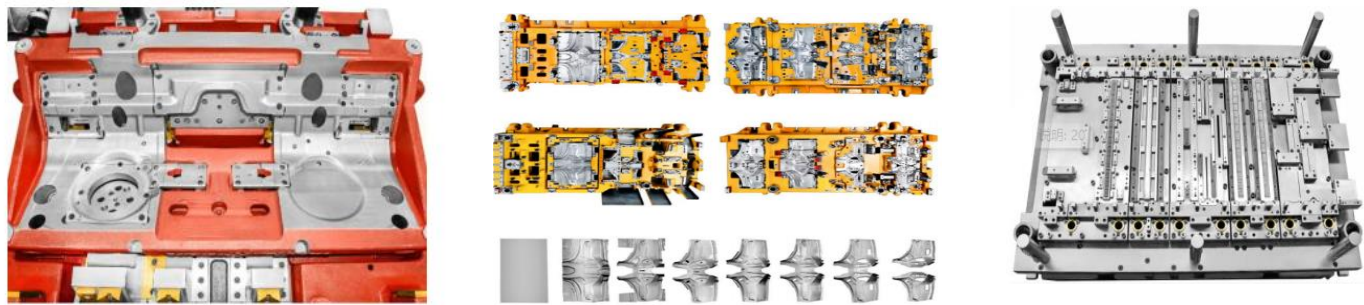
模具是结构件的成型中的关键因素。模具是用来制作成型物品的工具，主要通过所成型材料物理状态的改变来实现物品外形的加工，是制造业中不可或缺的基础工艺装备，素有“工业之母”的称号。模具的精密对结构件至关重要，模具的浇注系统设计、排气口设置位置、排气通道面积、模具密封性、模具的热平衡性都会对结构件的良率、性能产生较大影响。

表 14: 主流模具的工艺和应用场景

模具类别	冲压模具	注塑模具	铸造模具	锻造模具
工艺	冲压	注塑	铸造	锻造
材料	金属板材	熔融塑料	熔融金属	棒料或铸锭
加工过程	通过模具使金属板材产生塑性变形或分离而获得成品零件	受热融化的材料由高压射入模腔，经冷却固化之后得到成品。	将金属熔炼成液体浇进铸型里，经冷却凝固、清理处理后得到预定形状、尺寸和性能的铸件	利用压力机和模具使金属材料产生塑性变形，从而获得具有一定力学性能、形状和尺寸的零件
市占率	37%	45%	9%	不足 9%
模具寿命	高精密多工位级进模寿命约 100 万次	1000 万次左右	压铸模具寿命 15 万次左右	冷精密锻模模具寿命约 0.8-2.5 万件
应用领域	汽车金属结构件、通信办公设备框架、箱体等	汽车内饰件、日常塑料件	箱体类零件、缸体类零件	曲轴类零件、连杆类零件

资料来源：公司公告、招商证券

图 12：公司部分模具产品



大型铸铁机械传送模具
采用机械传送方式生产，
每分钟 18-22 冲次

车顶框架支座模具
使用 2000 吨冲床，
每分钟 18-25 冲次

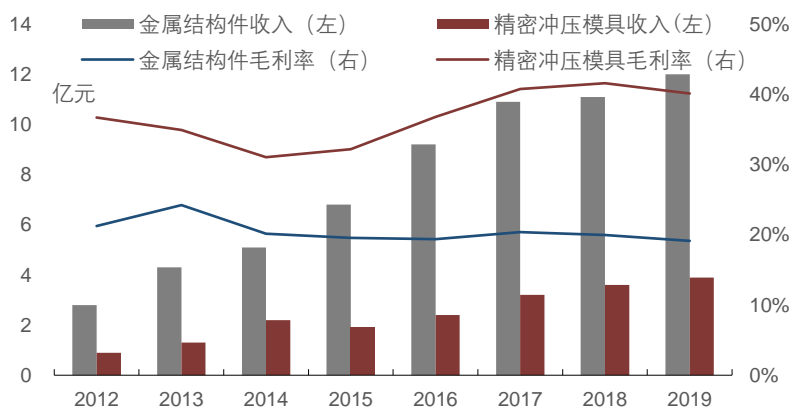
精密型连续冲压模具
连续方式生产，
每分钟 25-35 冲次

资料来源：公司公告、招商证券

公司自研模具技术领先，助力效率提升。公司自研汽车导轨级进模具，另外制作的各类座椅侧板、座盆件均采用大型连续模或机械手传送模，其生产效率和寿命都高于国内平均水平，最大寿命可达 500 万冲次。针对汽车部件分类及模具特性，公司将模具的制造分为多个团队，共计 600-700 人，负责不同领域的模具制造，从而使公司在各个专业领域的模具技术朝高精尖方向发展。通过模具技术自研，公司生产效率和材料利用率双升，研发的精密级进模具连续模冲次可达 20-60 冲次/分钟，机械手传送模具 18-30 冲次/分钟，节约 5%-20% 的材料，同时配备智能检测装置，减少人工需求，利于规模化生产。

模具毛利较高，远销海外豪华品牌。公司模具除自用外，也对外销售并出口海外如欧洲、美国、日本等地，但波动性较大，部分年份模具出口贡献收入 2-3 亿元；模具毛利率高于结构件，部分出口模具毛利率可达 60-70%。2022 年公司出口模具新获订单约 2 亿元，终端客户为宝马、宾利等豪华品牌。

图 33：公司模具毛利率远高于结构件



注：公司 2020 年起更改披露口径，不再分拆模具和结构件；资料来源：公司年报、招商证券

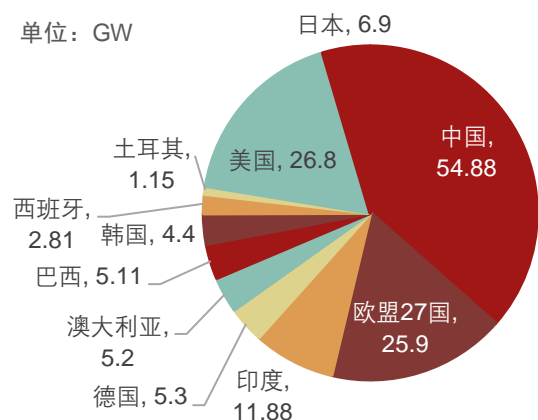
公司新能源车业务（包含动力电池结构件）2022 年收入 25.6 亿元，同比+181.4%；毛利率 19.2%，同比-0.4pcts。燃油车业务 2022 年收入 7.0 亿元，同比+0.1%；毛利率 9.6%，同比-2.8 pcts。

光储结构件：全新增长曲线，爆发可期

逆变器是光伏核心部件。光伏逆变器是连接光伏电池板和电网之间的电力电子设备，主要功能是将太阳能板产生的直流电（DC）转换为交流电（AC），主要结构包括 IGBT 元器件、PMIC 电源芯片、电感、电容、结构件等，是太阳能光伏发电系统的“心脏”。光伏逆变器可以通过 MPPT 技术（最大功率点跟踪）使得光伏板始终处于最大工作功率，光伏逆变器的转换效率直接影响太阳能光伏发电系统的发电效率。光伏逆变器的设计寿命一般为 8-10 年，年均故障率为 0.9 次，是光伏发电系统中寿命最短、年故障次数最多的部件。因此，光伏逆变器的寿命与运行稳定性是影响光伏电站项目的投资收益率重要因素。光伏逆变器按照适用场所一般分为集中式逆变器、组串式逆变器和微型逆变器。

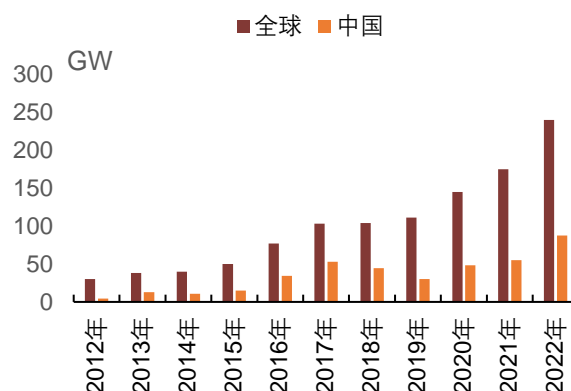
光伏发电大势所趋，市场前景广阔。中国光伏行业协会和国家能源局统计数据显示，2022 年全球光伏新增装机量 230GW，同比增长 35.3%；2022 年全国光伏新增装机量 87.4GW，同比增长 59.3%。中国光伏行业协会预测，2023 年全球光伏新增装机量将达到 280-330GW，其中我国光伏新增装机量将达到 95-120GW，持续保持高速增长。

图 14：2021 年全球各地光伏新增量



资料来源：中国光伏协会，智研咨询，招商证券

图 15：全球与中国光伏装机量



资料来源：IEA，国家能源局，招商证券

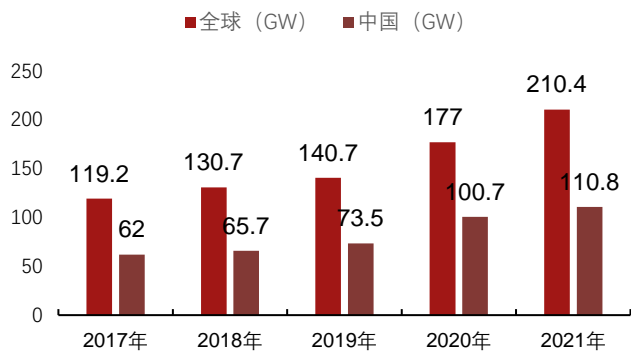
光伏装机增长+存量更新开启光伏逆变器广阔市场。全球光伏装机量高速增长，新建光伏电站并网需求带动光伏逆变器增量市场。由于采用大量 IGBT 元件，光伏逆变器使用寿命一般在 8-10 年，随着存量逆变器迎来更新周期，存量更新市场也将获得较大增速。2023 年全球新增逆变器需求预计达到 365.5GW，同比增长 30.7%，其中，组串式 177.5GW，集中式需求 102.0GW。据中国光伏协会、中商产业研究院预测，2023 年我国光伏逆变器出货量有望达到 217GW。

表 15：全球和中国市场逆变器需求规模

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
全球：					
新增光伏装机 (GW)	127.0	167.8	230.0	330.0	385.0
到期替换需求 (GW)	17.5	31.9	29.5	35.5	38.4
逆变器总需求 (GW)	144.5	199.7	279.5	365.5	423.4
同比		38.3%	40.0%	30.7%	15.8%
组串式渗透率	58.0%	62.0%	63.5%	65.0%	66.0%
组串式需求 (GW)	83.8	123.8	177.5	237.6	279.4
集中式需求 (GW)	60.7	75.9	102.0	127.9	144.0

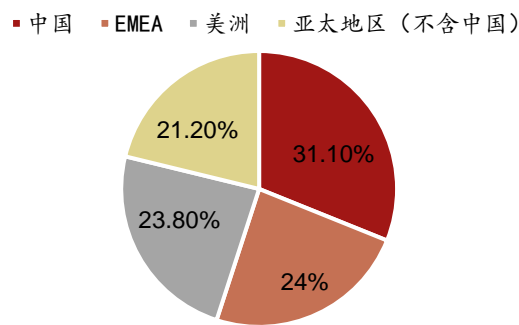
资料来源：CPIA、BNEF、IRENA、招商证券

图 16: 2017-2021 年全球及中国光伏逆变器出货量情况



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

图 17: 2021 年全球光伏逆变器出货量占比



资料来源: Frost & Sullivan、招商证券

中国厂商实力强劲, 行业龙头份额提升。2021 年全球逆变器出货量排名前 10 厂商中, 中国企业占据 6 席, 分别是华为、阳光电源、古瑞瓦特、锦浪科技、上能电气和固德威, 其中华为以 31.3% 的市占率排名第一; 行业集中度相较 2020 年进一步提升。

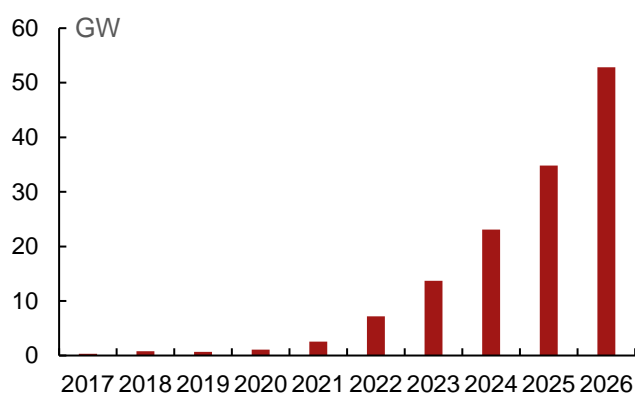
表 16: 近五年全球逆变器出货排名

排名	2017	2018	2019	2020	2021
1	华为	华为	华为	华为	华为
2	阳光电源	阳光电源	阳光电源	阳光电源	阳光电源
3	SMA	SMA	SMA	SMA	古瑞瓦特
4	ABB	Power Electronics	Power Electronics	Power Electronics	锦浪科技
5	上能电气	ABB	Fimer (ABB)	古瑞瓦特	固德威
6	特变电工	上能电气	上能电气	锦浪科技	SMA
7	Power Electronics	固德威	SloarEdge	Fimer (ABB)	Power Electronics
8	TEMIC	SloarEdge	古瑞瓦特	上能电气	上能电气
9	施耐德	Ingeteam	TEMIC	固德威	上能电器
10	固德威	特变电工	锦浪科技	TEMIC	TEMIC

资料来源: Wood Mackenzie、招商证券

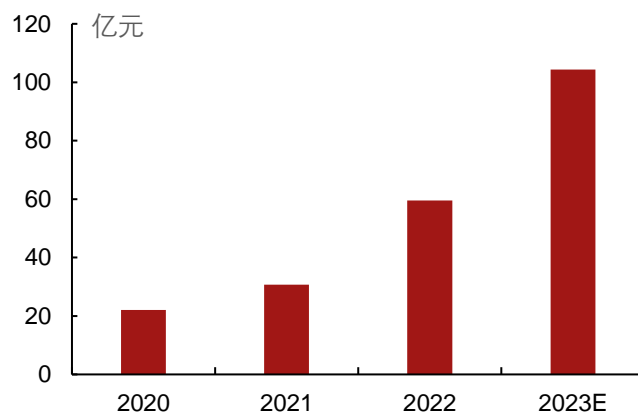
光储一体, 储能逆变器蓬勃发展。储能逆变器集成光伏并网发电+储能电站的功能, 在电能富余时将电能存储, 电能不足时将存储的电能逆变后向电网输出, 平衡昼夜及不同季节间用电差异, 起到削峰填谷的作用。随着我国能源结构中光伏、风能发电占比不断提升, 储能电站需求日益扩大。根据国家发展改革委、国家能源局联合印发的《关于加快推进新型储能发展的指导意见》, 至 2025 年实现新型储能装机规模达到 3000 万千瓦以上目标, 储能逆变器未来可期。

图 18: 全球储能市场新增装机容量



数据来源: Frost&Sullivan、招商证券

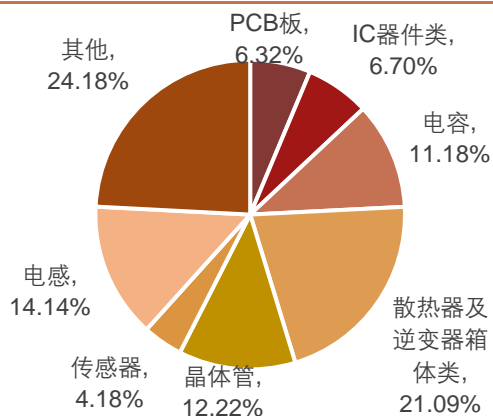
图 19: 中国储能逆变器市场规模



数据来源: 中商产业研究院、招商证券

光储逆变器打开全新增长曲线, 预计收入占比持续提升。公司重点发展逆变器业务, 主要产品为逆变器结构件, 覆盖光伏、储能等领域。逆变器结构件占逆变器成本约 20%, 伴随光储行业蓬勃发展, 市场空间巨大。客户方面, 公司与行业龙头华为、Enphase 等深度合作, 提供结构件、壳体等逆变器相关产品; 新客户开拓方面, 阳光电源、锦浪的订单有望年内落地。同时, 商业逆变器总装代工业务开始出货, 单体价值量高达 2 万元, 有助于迅速做大收入规模。光储业务 2022 年收入 5.4 亿元, 同比+202.0%, 收入占比 12.5%, 毛利率 15.3%, 同比+0.5 pcts。预计 2023 年收入占比 20%, 24 年达 30-40%。

图 20: 结构件占逆变器成本约 20%



资料来源: 中商产业研究院、招商证券

图 21: 公司光伏逆变器产品



资料来源: 公司公告, 招商证券

表 17: 祥鑫科技逆变器项目定点

公告日期	客户领域	产品	生命周期	规模
2022 年 6 月 2 日	储能光伏	光伏逆变器壳体	3 年	3 亿元
2022 年 7 月 14 日	储能光伏	分布式小三相 10K 逆变器壳体	3 年	4 亿元
2022 年 8 月 25 日	储能光伏	储能逆变器相关产品	2 年	4.5 亿元
2022 年 9 月 6 日	逆变器及储能	商用逆变器及储能相关产品	3 年	7-8 亿元

资料来源: 公司公告、招商证券

通信设备：主动转型释放产能，占比下降

产品覆盖 5G 基站、数据中心、信创等领域，长期服务华为、中兴等行业龙头公司。主要产品为金属结构件、机箱、机柜、功能性插箱、散热器等，下游涵盖 5G 基站、数据中心、信创等领域。客户包括华为、中兴通讯、长城电脑、浪潮、烽火通讯等知名上市公司。公司深耕通讯领域，与大客户常年保持合作，深度融合客户发展，产品覆盖全面。

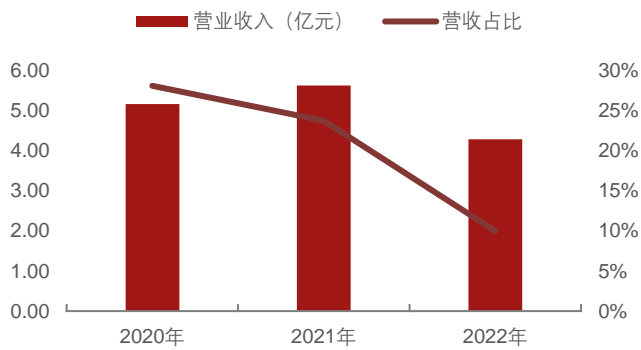
表 18：祥鑫科技通讯类产品图示



资料来源：公司官网、招商证券

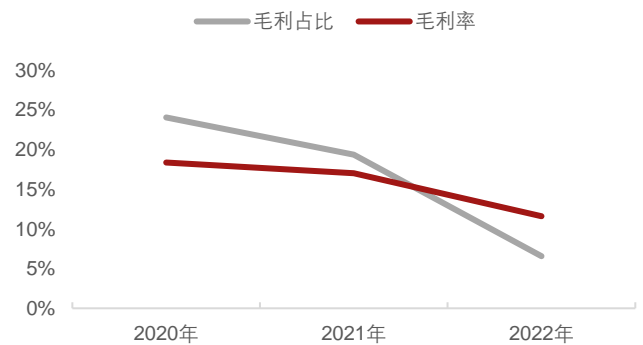
公司主动调结构，增速和毛利率较低的通信业务占比下降。通信设备相关业务是公司的传统业务，但市场增长趋缓，毛利率较低。随着公司战略向新能源转型，产能主动向新能源业务倾斜，通信设备营收占比下降。2022 年，通信设备及其他精密冲压模具营收 4.3 亿，同比-23.9%，收入占比降至 10%以下；毛利率 11.6%，同比-1.8 pcts；毛利占比由 2021 年的 19.3%降至 2022 年的 6.56%。预计 2023 年通信设备及其他业务的收入占比继续下降。

图 22：通信设备及其他业务的营收下降



资料来源：Wind、招商证券

图 23：通信设备及其他业务的毛利率及占比下降



资料来源：Wind、招商证券

盈利预测

公司 2022 年营收 42.9 亿元，同比+80.9%，净利润 2.6 亿元，同比+300.4%，超过此前业绩预告上限（原预告 2.4 亿-2.5 亿元），净利率 6%，同比+3.3pcts，业绩兑现度好，业绩高增主要原因系公司新能源车、光储产品收入稳步提升。2023 年一季度，在行业不佳的背景下，实现毛利率 18.5%，同比/环比+2pcts/+0.5pcts，净利率 7.2%，同比/环比+2.6pcts/+0.6pcts，反映盈利能力持续改善。预计二季度将迎来排产上行拐点，随规模效应释放和产品结构改善，2023 年全年净利率预期在 8%以上。

分业务来看，1) 预计 2023 年新能源汽车及动力电池业务收入 60 亿元，同比+135.5%，得益于产能扩张，驱动电池托盘业务放量，及广汽埃安等客户的销量增长；毛利率 19.8%，同比+0.6pcts，得益于规模效应提升。2) 预计光伏储能业务收入 15 亿元，同比+180.3%，主要源于大客户华为的出货增长，及总装代工业务推进；毛利率 18.4%，同比+3.1pcts，得益于业务放量，产能利用率提升。3) 预计通信及燃油车业务收入 5 亿元，同比减少，原因是公司全面推进新能源转型，产能向新能源车及光储业务倾斜；毛利率有所回升，反映公司退出部分低毛利业务，且原材料价格联动抵消成本端的冲击。

公司产能扩张驱动订单释放，预计公司 2023-24E 收入同比+87%/+46%至 80 亿/117 亿元，净利润同比+159%/+58%至 6.6 亿/10.5 亿元，考虑定增摊薄后，对应 16.2x/10.2x 2023-24E P/E。看好公司加速扩产、规模效应提振利润率、业绩持续兑现，同时潜在新客户/新订单催化估值。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 19: 盈利预测分拆

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	2,371	4,289	8,023	11,727	14,604
新能源汽车及动力电池	909	2,557	6,023	8,077	10,054
光伏储能	177	535	1,500	3,500	4,500
通信设备及燃油车	950	1,128	500	150	50
其它	335	70	0	0	0
毛利	390	755	1,544	2,306	2,950
新能源汽车及动力电池	178	491	1,194	1,672	2,142
光伏储能	26	82	276	613	801
通信设备及燃油车	119	117	74	22	7
其它	67	66	0	0	0
毛利率	16.5%	17.6%	19.2%	19.7%	20.2%
新能源汽车及动力电池	19.6%	19.2%	19.8%	20.7%	21.3%
光伏储能	14.8%	15.3%	18.4%	17.5%	17.8%
通信设备及燃油车	12.5%	10.3%	14.7%	14.7%	14.7%
其他	20.0%	94.2%	n.a	n.a	n.a

资料来源:

图 24: 公司营业收入及同比增长

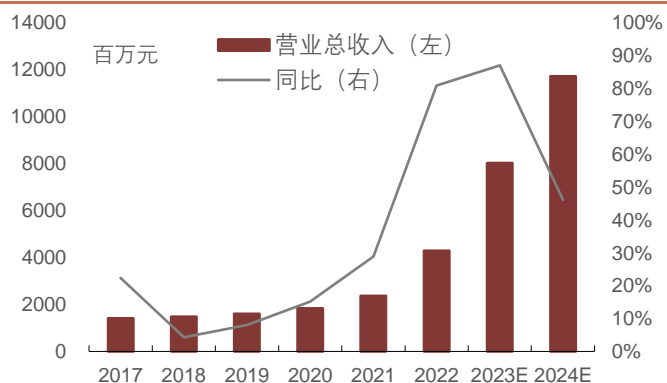
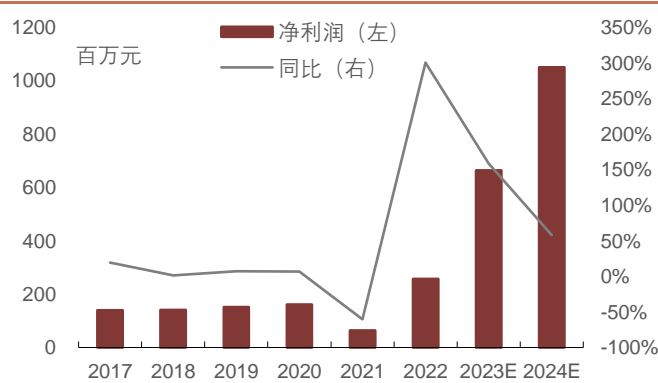


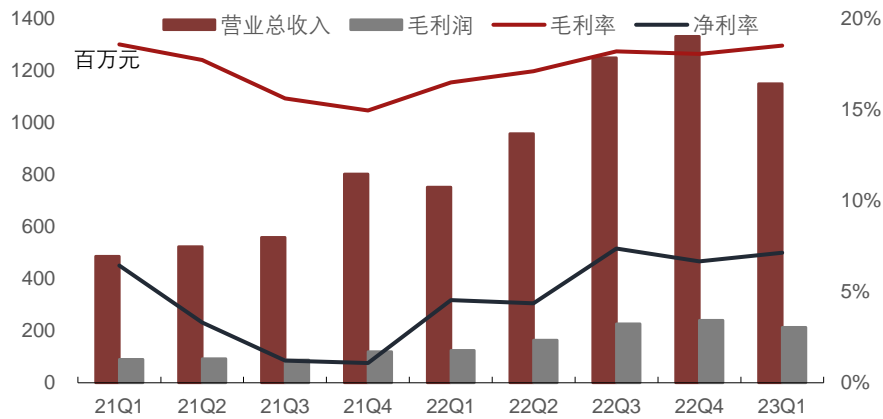
图 25: 公司净利润及同比增长



资料来源：公司资料、招商证券

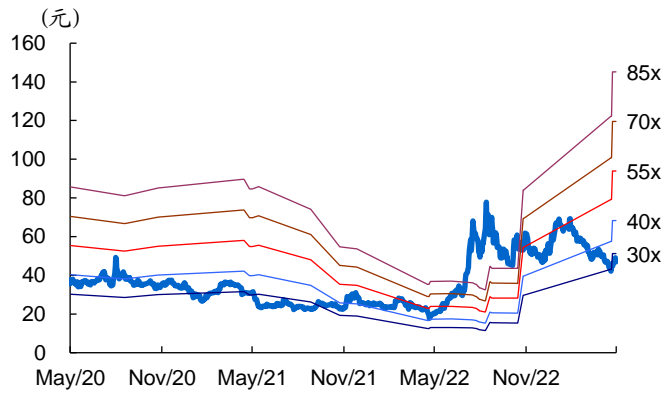
资料来源：公司资料、招商证券

图 26: 公司季度业绩持续兑现, 毛利率提升体现规模效应



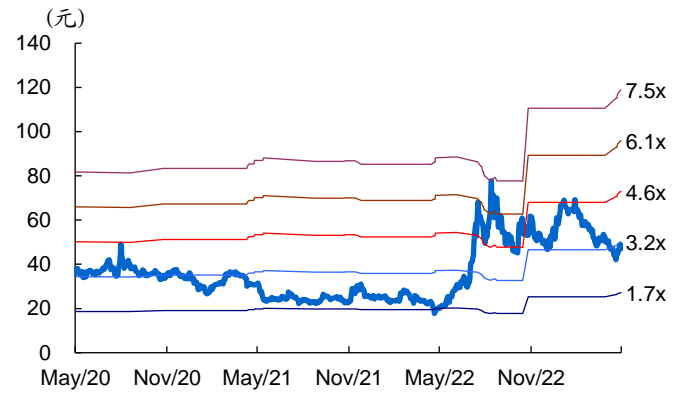
资料来源：Wind、招商证券

图 27: 祥鑫科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 28: 祥鑫科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

风险提示

新能源汽车下游行业不及预期的风险。公司 2022 年有约 60% 的收入源于新能源车（包括结构件和动力电池）。受价格战及补贴退坡的影响，汽车行业短期景气度存在波动。若新能源汽车销量不及预期，将影响公司新能源汽车结构件、电池箱体结构件、电池托盘等业务收入，从而影响公司业绩。

定增融资不及预期的风险。公司拟定增募资不超过 18.4 亿元，用于东莞、广州、常熟、宜宾四地生产基地建设，预计年内完成定增；公司已用自有资金投入扩产。若此次定增失败或融资金额未达标，会影响公司扩产规划和订单交付情况，从而对公司的增长前景产生负面影响。

竞争格局恶化的风险。公司所处的冲压模具和金属结构件行业的参与者众多，市场格局比较分散。近年来随着新能源市场的发展带动了精密冲压模具及金属结构件行业的扩张和整合，业内优秀企业实力壮大，新进入者也不断增多；同时汽车产业由欧美向中国转移步伐加快，也会吸引更多企业角逐中国市场，进一步加剧行业竞争。竞争格局恶化可能会对公司的盈利能力带来负面影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2818	3952	7936	10111	12776
现金	357	559	1902	1423	2045
交易性投资	727	242	242	242	242
应收票据	169	405	757	1106	1378
应收款项	710	1323	2437	3562	4436
其它应收款	6	25	47	68	85
存货	806	1241	2261	3287	4066
其他	43	158	291	423	524
非流动资产	1054	1550	2448	3071	2957
长期股权投资	10	98	98	98	98
固定资产	480	605	1524	2165	2068
无形资产商誉	185	182	163	147	132
其他	379	665	662	661	659
资产总计	3872	5502	10384	13183	15734
流动负债	1314	2579	5037	6984	8463
短期借款	30	60	600	600	600
应付账款	1060	2137	3917	5694	7044
预收账款	96	186	340	494	612
其他	128	197	180	196	207
长期负债	664	200	200	200	200
长期借款	0	0	0	0	0
其他	664	200	200	200	200
负债合计	1978	2779	5237	7184	8664
股本	153	178	228	228	228
资本公积金	929	1484	3272	3272	3272
留存收益	811	1058	1644	2496	3567
少数股东权益	0	2	2	2	2
归属于母公司所有者权益	1894	2721	5145	5996	7068
负债及权益合计	3872	5502	10384	13183	15734

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(14)	148	86	543	1059
净利润	64	255	664	1050	1387
折旧摊销	17	71	77	159	216
财务费用	43	20	11	23	22
投资收益	4	4	0	0	0
营运资金变动	(133)	(183)	(714)	(731)	(582)
其它	(10)	(20)	49	41	16
投资活动现金流	(496)	21	(1000)	(800)	(100)
资本支出	(282)	(373)	(1000)	(800)	(100)
其他投资	(213)	394	0	0	0
筹资活动现金流	(17)	(31)	2257	(222)	(337)
借款变动	(89)	(115)	508	0	0
普通股增加	3	25	50	0	0
资本公积增加	2	555	1788	0	0
股利分配	(49)	(19)	(78)	(199)	(315)
其他	116	(477)	(11)	(23)	(22)
现金净增加额	(527)	137	1343	(479)	622

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2371	4289	8023	11727	14604
营业成本	1981	3535	6480	9420	11654
营业税金及附加	10	16	30	43	54
营业费用	26	34	64	93	102
管理费用	163	211	388	551	672
研发费用	96	167	321	446	584
财务费用	38	14	11	23	22
资产减值损失	(22)	(48)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	26	14	0	0	0
其他收益	5	5	0	0	0
投资收益	(4)	(4)	0	0	0
营业利润	64	280	721	1141	1506
营业外收入	4	2	0	0	0
营业外支出	0	4	0	0	0
利润总额	68	278	721	1141	1506
所得税	3	22	57	90	119
少数股东损益	0	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	64	257	664	1050	1387

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	29%	81%	87%	46%	25%
营业利润	-66%	338%	158%	58%	32%
归母净利润	-60%	300%	159%	58%	32%
获利能力					
毛利率	16.5%	17.6%	19.2%	19.7%	20.2%
净利率	2.7%	6.0%	8.3%	9.0%	9.5%
ROE	3.4%	11.1%	16.9%	18.9%	21.2%
ROIC	5.0%	11.3%	15.7%	17.4%	19.7%
偿债能力					
资产负债率	51.1%	50.5%	50.4%	54.5%	55.1%
净负债比率	1.5%	1.7%	5.8%	4.6%	3.8%
流动比率	2.1	1.5	1.6	1.4	1.5
速动比率	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	3.0	3.5	3.7	3.4	3.2
应收账款周转率	3.1	3.3	3.3	3.0	2.8
应付账款周转率	2.1	2.2	2.1	2.0	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.42	1.44	2.91	4.60	6.07
每股经营净现金	-0.08	0.83	0.48	3.04	5.94
每股净资产	12.34	15.26	22.54	26.27	30.96
每股股利	0.11	0.44	1.12	1.77	2.33
估值比率					
PE	112.6	32.7	16.2	10.2	7.7
PB	3.8	3.1	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	131.1	39.5	17.4	10.6	8.1

资料来源：公司数据、招商证券；注：考虑定增摊薄影响

分析师承诺

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

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

陆乾隆，清华大学硕士，中南大学学士，4年金融从业经验，1年半证券行业研究经验。2021年加入招商证券，重点覆盖新能源乘用车、零部件板块。

杨岱东，香港大学硕士，4年汽车行业研究经验。2019年加入招商证券（香港），覆盖港股汽车，2023年加入招商证券，重点覆盖新能源乘用车、零部件板块。

评级说明

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

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。