

# 瑞鹄模具 (002997)

## 顺应轻量化趋势，拓展第二成长曲线

### 买入 (首次)

2023年05月24日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 谭行悦

执业证书: S0600121070041

tanxy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元)       | 1,168 | 1,832 | 3,040 | 3,727 |
| 同比                | 12%   | 57%   | 66%   | 23%   |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 140   | 209   | 315   | 422   |
| 同比                | 22%   | 50%   | 51%   | 34%   |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.76  | 1.14  | 1.72  | 2.30  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 34.25 | 22.90 | 15.22 | 11.38 |

关键词: #第二曲线

#### 投资要点

- 立足传统装备制造业务，顺应产业趋势拓展轻量化零部件。**公司传统业务为汽车自动化生产线+白车身模具制造。受到新能源产业趋势影响(车型加速迭代+新产能建设)，公司装备制造业务在手订单逐年增长，2020-2022年分别为20.4/24.5/30.3亿元。同时，公司合作奇瑞汽车成立轻量化子公司，拓展铝合金轻量化压铸零部件业务。截至2022年底，公司轻量化零部件工厂一期实现2条产线批产，2条产线启动安装调试，实现批量供应客户2个，定点开发中客户2个。
- 安徽区位优势+核心客户出海战略，共同推动公司业绩增长。**公司所在安徽省汽车集群优势明显。2022年实现产量174.7万辆，同比+17.3%，全国产量占比达到6.5%，比重持续提升。其中，新能源汽车产量达到52.7万辆，全国产量占比达到7.5%。全省汽车产业链布局完善，包括奇瑞、大众、比亚迪、长安等国内外知名车企均在安徽实现生产基地布局，2025年规划全省汽车生产规模超过300万台，有望进一步推动供应链企业蓬勃发展。公司核心客户奇瑞汽车产品矩阵完善，深耕海外乘用车市场，2022年海外销售占比达到36.5%，成为国内自主品牌出海领军企业，随着奇瑞汽车产品出海战略的持续推进，瑞鹄模具作为奇瑞全国最大生产基地所在地的供应链企业，有望获得更多的发展机会。
- 装备制造+轻量化业务双轮驱动，产能扩张配合订单释放。**公司装备制造业务订单持续增长，2022年公司装备制造业务在手订单30.3亿元，2023年1月中标奇瑞汽车冲焊车间3.8亿元新订单项目，铝合金动力总成产品研发成功并按计划批产。根据公司募投产能计划。1) **传统装备制造业务:** IPO募投项目二阶段已于2022年中旬启动建设，预计2023年H1完成建设投产; 2) **铝合金轻量化零部件业务:** 2022年度共投资建设4条产线，截至2022年底，2条产线开始批产，2条产线处于安装调试阶段，同时2023年轻量化项目二期已经启动建设，预计2023年下半年投产，有望进一步扩大轻量化零部件业务产能。产能扩张配合订单增长释放，公司业绩有望进一步提升。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑到产业发展趋势+公司所在安徽省区位优势，IPO+可转债募投产能释放后所具备的发展潜力。我们预测公司2023-2025年营收分别为18.32/30.40/37.27亿元，同比分别为+56.9%/+65.9%/+22.6%，归母净利润为2.09/3.15/4.22亿元，同比分别为+49.6%/+50.5%/+33.7%，对应EPS分别为1.14/1.72/2.30，对应PE分别为22.9/15.2/11.4倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 乘用车价格战超过预期，铝合金价格上涨超出预期，车企一体化压铸进程不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 26.12       |
| 一年最低/最高价      | 13.03/36.63 |
| 市净率(倍)        | 3.67        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,990.27    |
| 总市值(百万元)      | 4,796.47    |

#### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 7.12   |
| 资产负债率(% ,LF) | 64.37  |
| 总股本(百万股)     | 183.63 |
| 流通 A 股(百万股)  | 114.48 |

#### 相关研究

## 内容目录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>1. 深耕汽车装备制造业，打造一站式供应商</b>      | <b>5</b>  |
| 1.1. 国内汽车模具龙头企业，顺应产业趋势拓展新业务       | 5         |
| 1.2. 股权结构集中稳定，实控人行业背景深厚           | 5         |
| 1.3. 传统业务需求稳步增长，轻量化开拓第二增长曲线       | 6         |
| 1.4. 市场开发持续推进，在手订单稳步增长            | 7         |
| 1.5. 业绩稳步增长，费用率保持稳定               | 8         |
| <b>2. 产业趋势+区位优势+出海战略，推动市场空间增长</b> | <b>10</b> |
| 2.1. 轻量化产业大势所趋，铝合金零部件市场空间广阔       | 10        |
| 2.1.1. 政策推动+“里程焦虑”推动轻量化快速发展       | 10        |
| 2.1.2. 轻量化助力节能减排，铝合金材料应用空间广阔      | 11        |
| 2.2. 新能源车型迭代加速，推动装备制造业需求增长        | 12        |
| 2.3. 政策驱动+产业规划，安徽省汽车集群优势显著        | 13        |
| 2.3.1. 颁布多项汽车产业政策，明确产业发展目标        | 13        |
| 2.3.2. 汽车产业链布局完善，整车产量占比逐年增长。      | 14        |
| 2.3.3. 新能源车企加速落地，完善新型汽车产业生态       | 15        |
| 2.4. 完善产品矩阵+出海战略，奇瑞销量持续增长         | 16        |
| 2.4.1. 产品销量快速增长，乘用车出口全国领先         | 16        |
| 2.4.2. 海内外布局生产基地，安徽成为重点规划区域       | 17        |
| <b>3. 装备制造+轻量化双轮驱动，成长空间进一步开启</b>  | <b>17</b> |
| 3.1. 装备制造竞争优势凸显，在手订单持续增长          | 17        |
| 3.2. 轻量化业务发展符合预期，已获多个新车型定点        | 19        |
| <b>4. 盈利预测及可比公司估值</b>             | <b>20</b> |
| <b>5. 风险提示</b>                    | <b>21</b> |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程.....                        | 5  |
| 图 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 5 月 20 日) ..... | 6  |
| 图 3: 公司主要产品.....                        | 6  |
| 图 4: 公司业务产品线.....                       | 6  |
| 图 5: 公司模检具产值与国内汽车产量 (亿元, 万辆) .....      | 7  |
| 图 6: 2015-2020 年中国模具市场规模 (亿元) .....     | 7  |
| 图 7: 公司各产品线主要客户 .....                   | 7  |
| 图 8: 2017-2022 前五大客户总销售收入占比 .....       | 7  |
| 图 9: 2018-2022 年公司客户结构 (按地区) .....      | 8  |
| 图 10: 公司内外销业务毛利率.....                   | 8  |
| 图 11: 公司营业收入及增速情况 (亿元, %) .....         | 8  |
| 图 12: 公司归母净利润及增速情况 (亿元, %) .....        | 8  |
| 图 13: 公司产品营收结构.....                     | 9  |
| 图 14: 公司主要产品营收情况 (亿元) .....             | 9  |
| 图 15: 公司各业务毛利率情况.....                   | 9  |
| 图 16: 公司期间费用率情况.....                    | 9  |
| 图 17: 公司研发支出情况 (亿元) .....               | 10 |
| 图 18: 公司研发人员人数和占比情况.....                | 10 |
| 图 19: 国内乘用车新能源渗透率.....                  | 11 |
| 图 20: 燃油车与新能源车质量对比 (kg) .....           | 11 |
| 图 21: 国内铝合金单车用量预测/kg .....              | 12 |
| 图 22: 国内铝合金市场空间测算/亿元 .....              | 12 |
| 图 23: 铝合金高压压铸过程.....                    | 12 |
| 图 24: 车用铝合金加工工艺占比.....                  | 12 |
| 图 25: 新能源车和燃油车每年新车型数量/款 .....           | 13 |
| 图 26: 新能源车及汽车销量情况 (万辆) .....            | 13 |
| 图 27: 2018-2022 年中国工业机器人产量 .....        | 13 |
| 图 28: 汽车焊装自动化生产线.....                   | 13 |
| 图 29: 安徽省汽车产量 (万辆) 及增速 (%) .....        | 14 |
| 图 30: 安徽省汽车产量占中国汽车产量比例.....             | 14 |
| 图 31: 安徽省汽车产业各环节主要企业.....               | 15 |
| 图 32: 安徽省现有车企生产基地情况.....                | 15 |
| 图 33: 奇瑞集团汽车销量及增速 (万辆) .....            | 16 |
| 图 34: 奇瑞集团内外销量及外销占比 (万辆) .....          | 16 |
| 图 35: 公司汽车制造装备业务收入 (亿元) .....           | 18 |
| 图 36: 汽车制造装备业务在手订单/收入 (亿元) .....        | 18 |
| 图 37: 各可比公司营业收入情况/亿元 .....              | 19 |
| 图 38: 各可比公司净利润情况/亿元 .....               | 19 |
| 图 39: 各可比公司毛利率情况.....                   | 19 |
| 图 40: 各可比公司净利率情况.....                   | 19 |
| 图 41: 三方合作成立瑞鹄轻量化公司.....                | 20 |
| 图 42: 公司传统业务与轻量化业务协同.....               | 20 |

|      |                                 |    |
|------|---------------------------------|----|
| 表 1: | 《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗总体目标.....   | 10 |
| 表 2: | 汽车轻量化材料对比.....                  | 11 |
| 表 3: | 安徽省主要汽车产业政策及发展目标.....           | 14 |
| 表 4: | 安徽省现有汽车生产基地及产能情况.....           | 16 |
| 表 5: | 奇瑞集团国内生产基地及产能情况.....            | 17 |
| 表 6: | 传统制造装备业务产能建设情况.....             | 18 |
| 表 7: | 轻量化产线建设情况.....                  | 20 |
| 表 8: | 瑞鹄模具业绩预测拆分.....                 | 21 |
| 表 9: | 可比公司估值（截至 2023 年 5 月 23 日）..... | 21 |

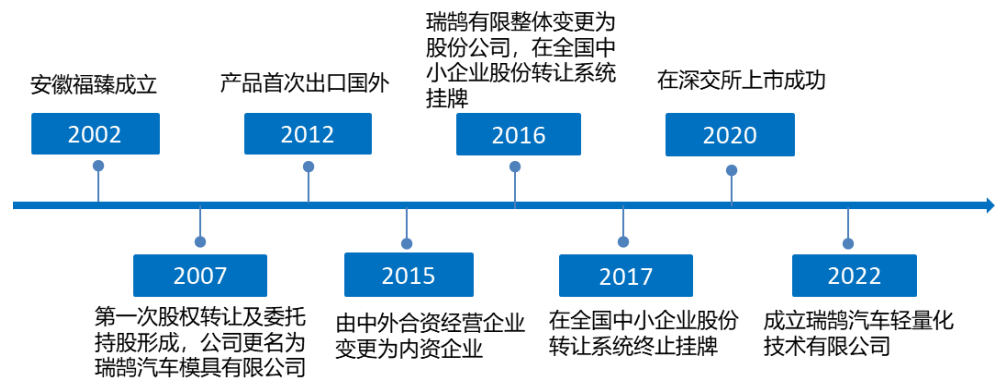
## 1. 深耕汽车装备制造业，打造一站式供应商

### 1.1. 国内汽车模具龙头企业，顺应产业趋势拓展新业务

**专注模具+焊装自动化生产线，顺应产业趋势发力轻量化。**公司前身安徽福臻成立于 2002 年，奇瑞科技为初始控股股东，设立初衷为突破外资白车身模具的垄断，支持中国自主汽车品牌白车身模具的配套供应。公司专注于冲压模具及检具、焊装自动化生产线等产品，被中国模具工业协会评为“中国重点骨干模具企业（汽车覆盖件模具）”和“优秀模具供应商”。截至 2022 年末，公司汽车制造装备业务在手订单 30.30 亿元，较上期末增长 23.4%。公司 2022 年成立瑞鹤汽车轻量化技术有限公司，开始介入汽车轻量化零部件业务，报告期内部分产品已取得多个客户数款车型的定点，并开始向客户部分供应。

**历经数次股权改革，脱离原有体系独立发展。**1) 自 2011 年起，奇瑞科技陆续对旗下部分汽车零部件及装备制造类配套企业进行所有权改革；2) 2014 年，转让公司 55% 股权给宏博科技，公司脱离奇瑞科技管理体系，独立发展；3) 2016 年，设立股份公司并于 2020 年 9 月在深交所上市成功。

图1：公司发展历程



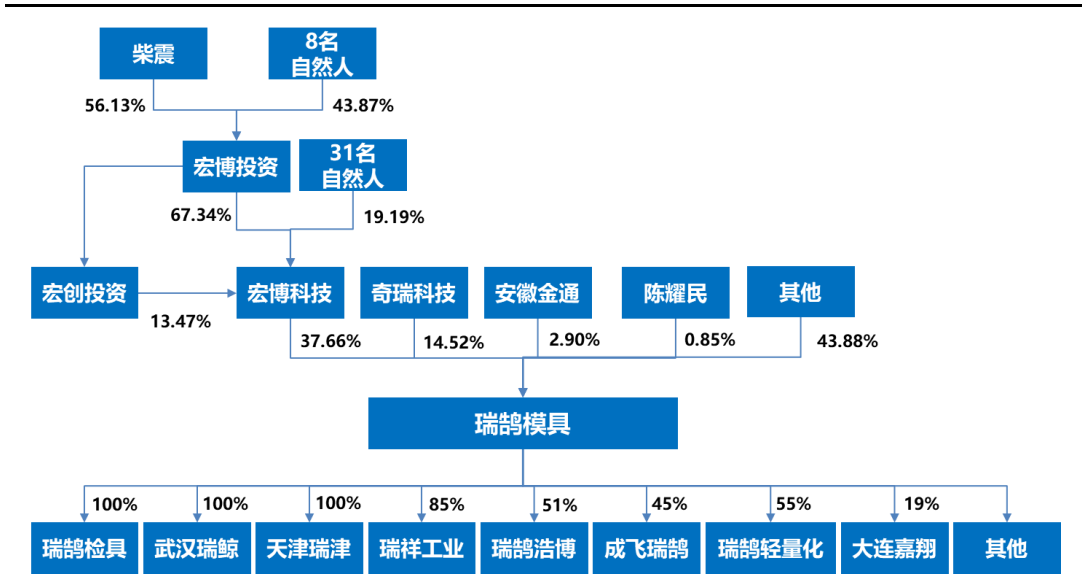
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构集中稳定，实控人行业背景深厚

**公司股权结构稳定，实控人深耕行业数十年。**公司前三大股东为宏博科技、奇瑞科技、安徽金通，分别持股 37.66%、14.71%、2.9%。宏博科技第一大股东为宏博投资，柴震先生通过实际控制宏博投资进而实际控制宏博科技，间接持有公司 14.9% 的股份。宏博科技第二大股东宏创投资由宏博投资控制，宏博科技其余前十大股东均在公司及其关联公司任职，为公司高级管理人员的持股平台。公司实际控制人柴震先生为安徽省模具行业协会副理事长，从事汽车制造专用设备行业 30 年。



图2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 5 月 20 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.3. 传统业务需求稳步增长, 轻量化开拓第二增长曲线

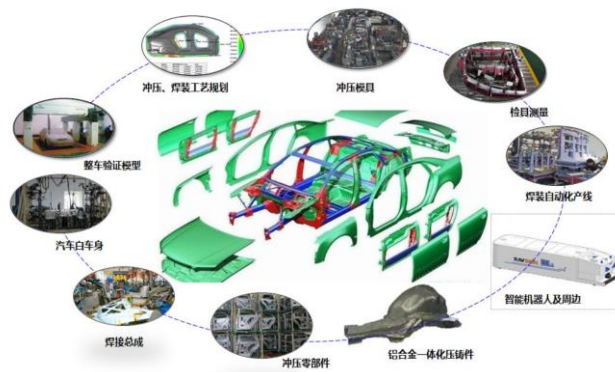
制造装备业务+轻量化业务并行, 定位汽车零部件一站式供应商。汽车制造装备业务的主要产品包括冲压模具及检具、焊装自动化生产线及智能专机和 AGV 移动机器人等。汽车轻量化零部件业务的主要产品包括高强度板及铝合金冲焊零部件、铝合金精密铸造零部件等。公司为国内少数能够同时为客户提供完整的汽车白车身高端制造装备、智能制造技术及整体解决方案、轻量化零部件供应的一站式供应商。

图3: 公司主要产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图4: 公司业务产品线

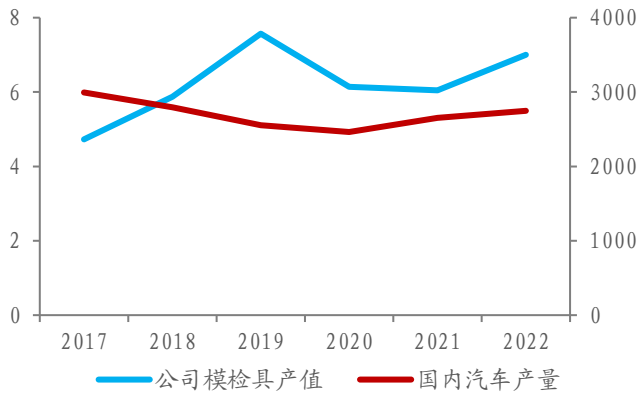


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

装备制造业务需求稳定, 轻量化业务具备弹性。1) 汽车模检具及焊装产线, 均为非标准定制化产品, 与汽车新车型开发及改型需求相关, 与汽车销量无对应关系。一般生产一款普通的轿车需要 1000-1500 套冲压模具, 约占整车生产所需全部模具产值的 40% 左右。公司采用“以销定产、以产订购”的经营模式, 公司模检具及焊装自动化产线业务从订单承接到产品最终交付一般需要 14-24 个月周期, 不存在明显的季节性特征。2)

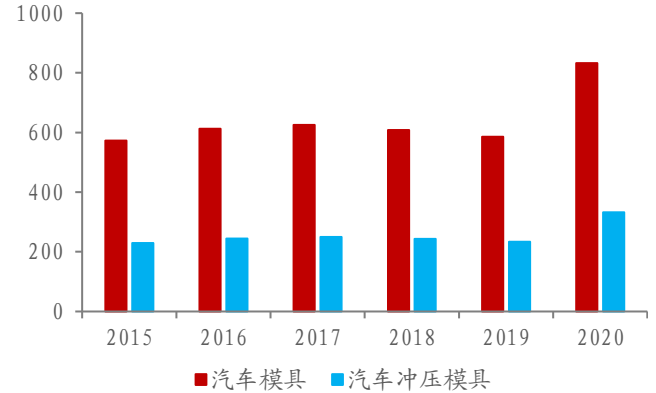
汽车轻量化零部件业务根据下游客户的排产计划进行生产，若下游客户车型销量快速增长，则具备较大的营收增长弹性。

图5: 公司模检具产值与国内汽车产量 (亿元, 万辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 2015-2020 年中国模具市场规模 (亿元)



数据来源: 中国模具工业协会, 东吴证券研究所

### 1.4. 市场开发持续推进, 在手订单稳步增长

传统业务在手订单稳步增长, 轻量化取得多个车型定点。汽车制造装备业务客户范围广阔, 与全球汽车制造企业建立业务合作关系, 涵盖海外豪华品牌、全球主流品牌、国内自主一线品牌、新能源品牌等客户。传统业务在手订单充足, 2020-2022 年底在手订单分别达 20.4/24.5/30.3 亿元。公司汽车轻量化零部件业务已批供客户 2 个、定点开发中客户 2 个。

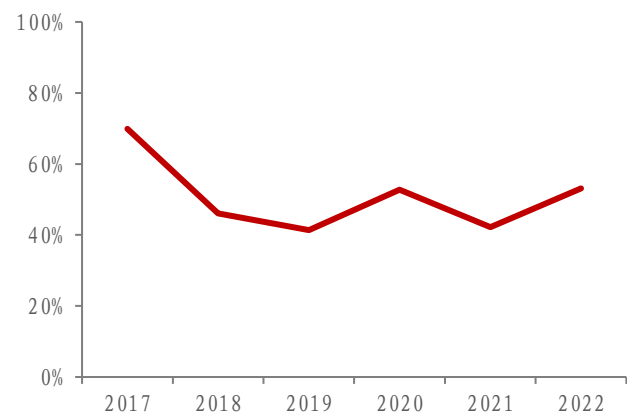
客户营收集中度下降, 客户结构不断优化。奇瑞汽车是公司的第一大客户, 2017 年奇瑞销售占比达到 32.54%, 近年奇瑞占比呈下降趋势。公司前五大客户总销售收入占比从 2017 年的 69.89% 下降至 54.13%。客户集中度得到优化, 产品获得更广阔的认可。

图7: 公司各产品线主要客户



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 2017-2022 前五大客户总销售收入占比

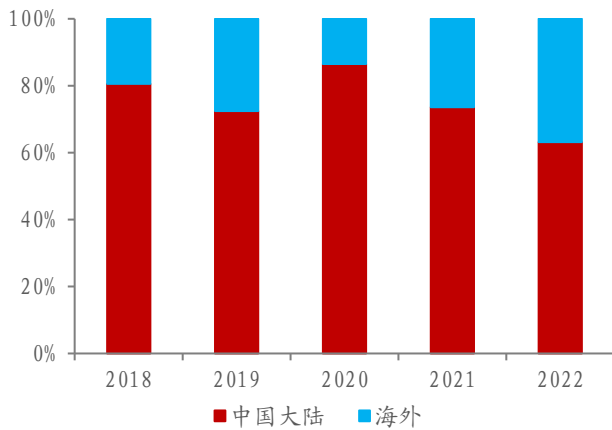


数据来源: 中国模具工业协会, 东吴证券研究所

模具业务竞争力增强, 海外市场空间进一步开启。公司外销收入占比从 2018 年的 19.28% 增长至 2022 年的 36.82%, 期间, 2020 年受到国外疫情影响海外销售有所下滑,

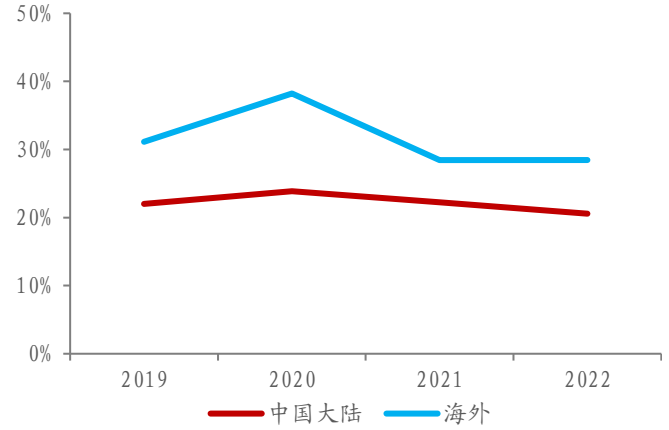
2021 年恢复增长态势。公司外销产品主要为冲压模具，增长原因是公司模具业务的竞争力增强，国际主流品牌对公司的采购量进一步增大，2022 年度外销的主要客户包括大众、福特、雷诺、通用以及越南、印度等地的自主品牌。公司外销产品的利润率更高，随着海外新能源汽车客户的开拓，预计公司外销收入将继续增长。

图9：2018-2022 年公司客户结构（按地区）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司内外销业务毛利率

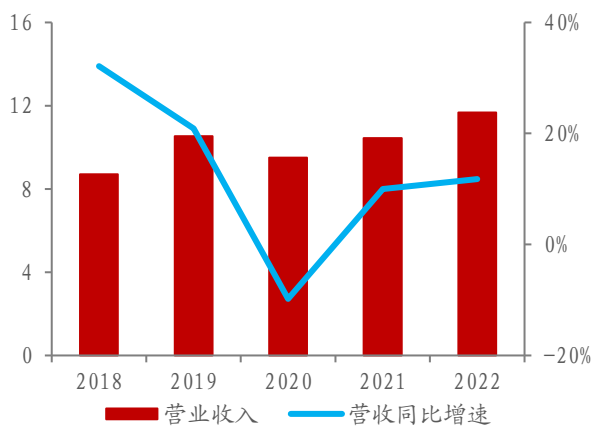


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.5. 业绩稳步增长，费用率保持稳定

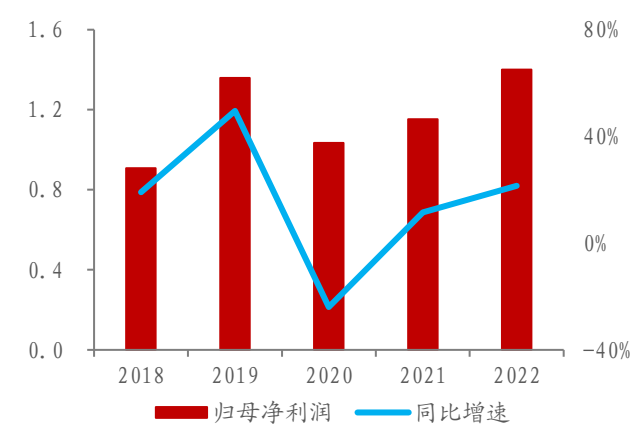
公司营收稳中有进，净利润率逐步修复。公司各项业务稳步推进，经营业绩实现平稳增长，2021/2022 年实现营业收入 10.45/11.68 亿元，同比+10.0%/+11.8%。2020 年以来公司传统业务持续增长，2022 年初启动新能源汽车轻量化项目。归母净利润率呈逐步上升趋势，2020-2022 年分别为 10.88%/11.03%/11.99%。

图11：公司营业收入及增速情况（亿元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：公司归母净利润及增速情况（亿元，%）

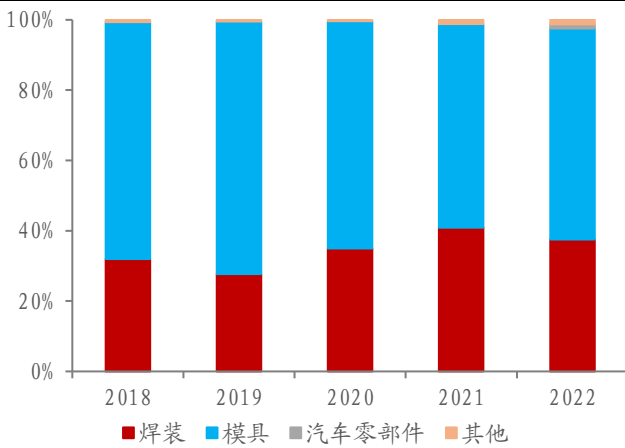


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

模具业务占据主要份额，零部件业务有望放量增长。2022 年，焊装自动化生产线和模具及检具业务合计营业收入占比超过 97%，其中公司模检具收入占比为 59.96%，焊装自动化产线收入占比为 37.52%。汽车零部件实现营收 1438.75 万元，业务收入占比为 1.23%，2023 年有望放量增长。

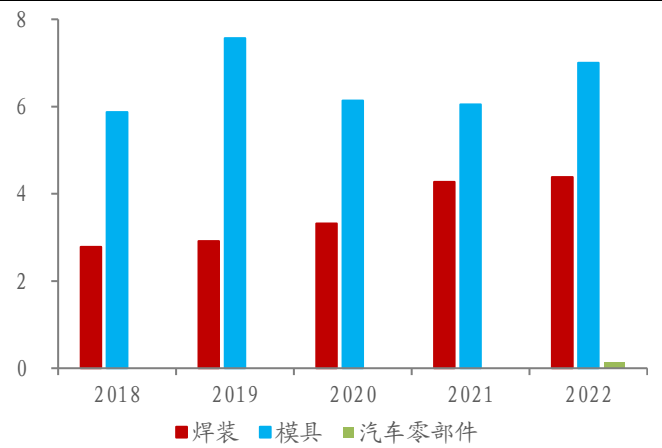


图13: 公司产品营收结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

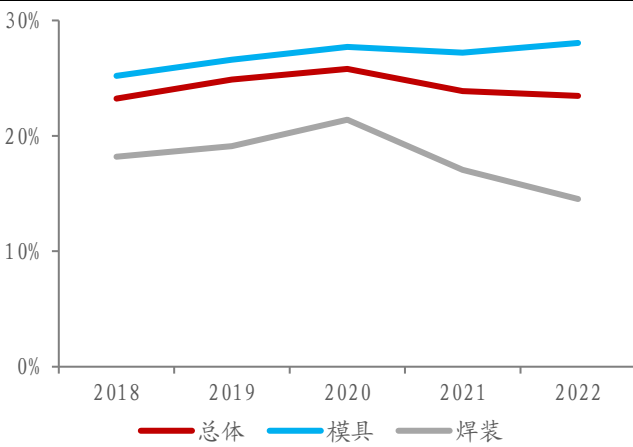
图14: 公司主要产品营收情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

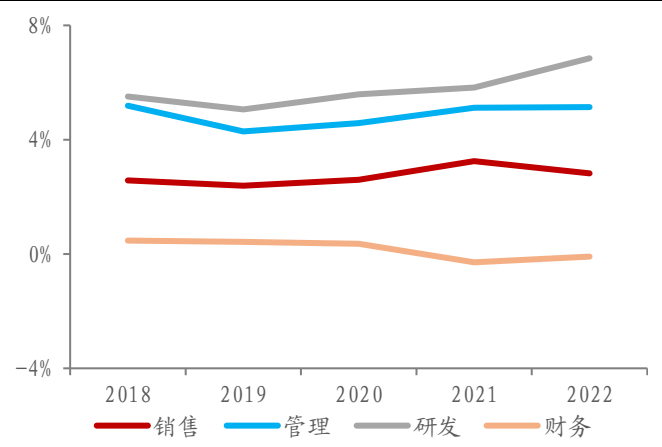
总体毛利率保持稳定, 期间费用得到控制。2018-2022 年公司总体毛利率维持稳定水平, 于 23%-26% 区间内轻微波动, 主要原因为公司产品为非标件, 合同系一单一签, 产品报价受多维度影响, 但便于控制毛利率。分不同业务来看, 模具及检具业务毛利率明显高于焊装自动化生产线业务。2022 年公司管理费用率及销售费用率得到明显控制, 因为轻量化新业务的开拓, 研发费用投入持续增长。

图15: 公司各业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

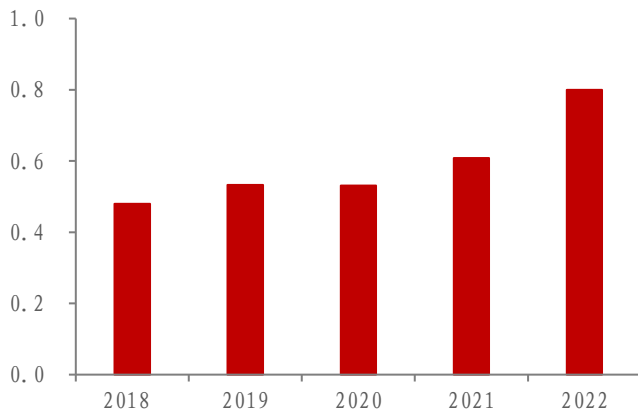
图16: 公司期间费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

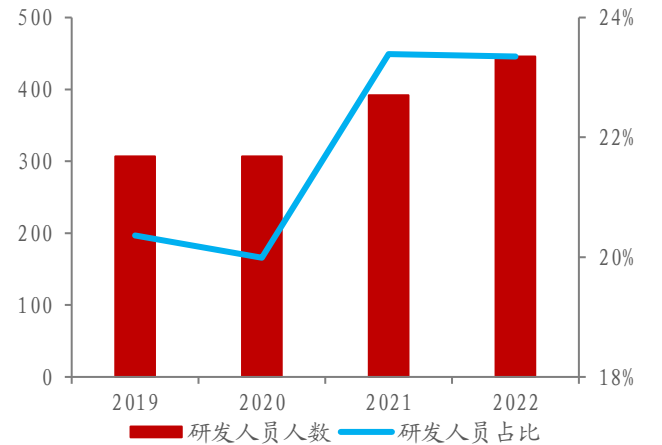
开拓轻量化新业务, 研发费用持续增长。公司注重研发投入, 研发费用持续上升, 2022 年研发费用为 0.80 亿元, 同比+31%, 研发人员达 446 人, 占公司员工比例为 23.35%。一方面由于公司 2022 年新发展轻量化零部件业务, 组建了独立的技术研发队伍; 另一方面原因为原有的制造装备业务随着轻量化车身装备产品开发和业务规模扩大, 相关研发费用亦有相应的增长。

图17: 公司研发支出情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 公司研发人员人数和占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 产业趋势+区位优势+出海战略, 推动市场空间增长

### 2.1. 轻量化产业大势所趋, 铝合金零部件市场空间广阔

#### 2.1.1. 政策推动+“里程焦虑”推动轻量化快速发展

**政策推动节能减排, 油耗标准不断提升。**“节能减排”成为我国经济发展的主旋律。汽车领域是推进节能减排的重点。2020 年中国汽车工程学会组织全行业专家修订编制的《节能与新能源汽车技术路线 2.0》发布, 对于乘用车新车的油耗做了具体的要求, 2025/2030/2035 年乘用车新车的平均油耗需要达到 4.6、3.2、2.0L/100km, 节能减排标准持续升级。根据“布勒中国”的数据, 汽车重量每减轻 10%, 最多可实现节油 5-10%, 整备质量每减少 100kg, 百公里油耗可以降低 0.3-0.6L, 减少 CO2 排放 8.5g/km, 因此轻量化成为节能减排领域的重点发展技术。

表1: 《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗总体目标

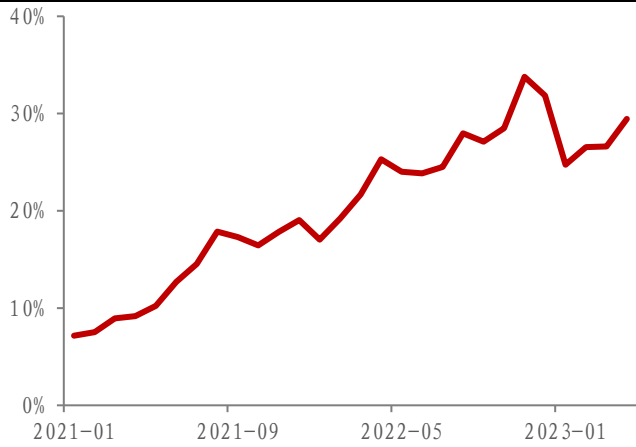
| 分类             | 2025 年     | 2030 年     | 2035 年     |
|----------------|------------|------------|------------|
| 乘用车(含新能源)      | 4.6L/100km | 3.2L/100km | 2.0L/100km |
| 商用车 (较 2019 年) | 货车油耗下降 8%  | 货车油耗下降 10% | 货车油耗下降 15% |
|                | 客车油耗下降 10% | 客车油耗下降 15% | 客车油耗下降 20% |
| 传统能源乘用车        | 5.6L/100km | 4.8L/100km | 4.0L/100km |
| 混动新车           | 占比 50%     | 占比 75%     | 占比 100%    |
| 新能源汽车          | 占总销量 20%   | 占总销量 40%   | 占总销量 50%   |

数据来源: 《节能与新能源汽车技术路线 2.0》, 东吴证券研究所

**新能源渗透率持续提升, 续航里程诉求带来轻量化需求。**在政策+市场的双重助推下, 国内新能源车渗透率快速提升, 从 2020 年 1 月的 2.7%提升到 2022 年 12 月份的 31.8%。2021 年 2 月, “中国汽车流通协会”发布文章《如何破解新能源车里程焦虑? 》, 提及根据协会对于新能源车主用车体验的面访调研结果, 用户购买时最关心的问题就是

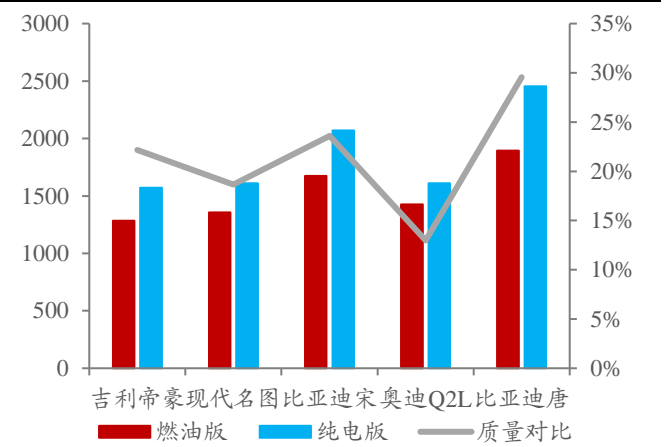
“电池续航能力”，占比达到 31.8%，里程焦虑成为消费者购买新能源车的核心关注内容。新能源车相较于燃油车虽然减少了发动机和变速箱，但是增加了三电（电机、电控、电池）系统，电池动力系统的能量密度低于燃油系统，因此新能源整车的质量高于传统燃油车。而新能源车对于续航里程的诉求，增加了对于整车轻量化的需求。

图19: 国内乘用车新能源渗透率



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图20: 燃油车与新能源车质量对比 (kg)



数据来源: 汽车之家, 汽车人参考, 东吴证券研究所

### 2.1.2. 轻量化助力节能减排, 铝合金材料应用空间广阔

**轻量化助力节能减排, 铝合金材料性价比最佳。**在不同的轻量化材料中, 对比多种金属合金和碳纤维, 铝合金的性能、密度以及价格等多方面具备优势。铝合金密度仅为传统钢材料的三分之一, 且车用铝合金因为熔点低, 回收率达到 95%以上, 具备绝佳的再生性, 因此是汽车轻量化最理想的材料。

表2: 汽车轻量化材料对比

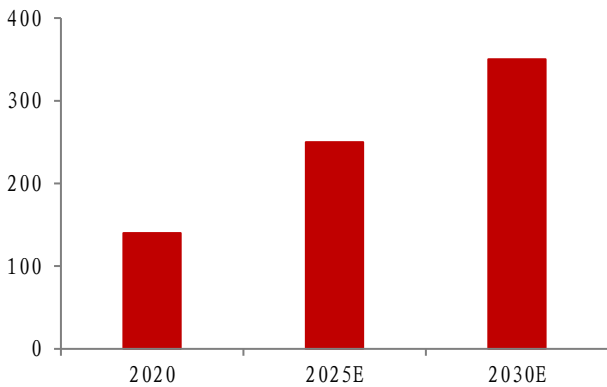
| 材料   | 密度 | 比强度 | 比模量 | 价格 (元/kg) |
|------|----|-----|-----|-----------|
| 高强度钢 | 高  | 低   | 中   | 5         |
| 铝合金  | 低  | 低   | 中   | 40        |
| 镁合金  | 低  | 低   | 低   | 80        |
| 钛合金  | 中  | 中   | 低   | 70        |
| 碳纤维  | 低  | 高   | 高   | 120       |

注: 比强度越高, 相同强度材料越轻; 比模量越大, 材料刚性越大

数据来源: 中国汽车工程学会, 东吴证券研究所

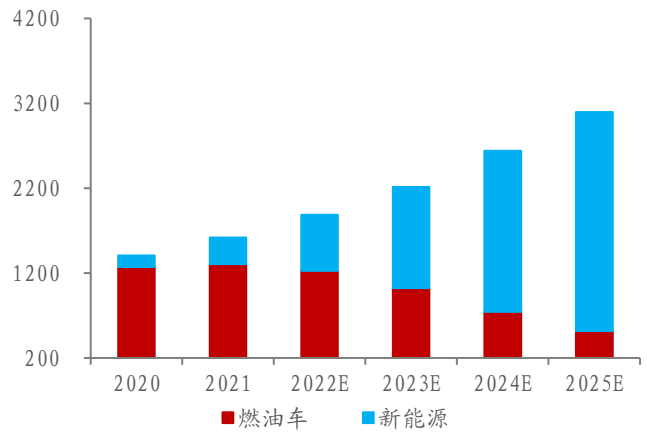
**单车用铝量持续增加, 铝合金市场广阔。**根据国际铝业协会发布的数据, 2020 年国内传统乘用车用铝量约为 139kg/辆。工信部《节能与新能源技术路线图》提出我国 2025/2030 年单车用铝量目标为 250kg/辆和 350kg/辆。根据我们测算, 2025 年国内新能源铝合金市场空间约为 3095 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 17.1%。

图21: 国内铝合金单车用量预测/kg



数据来源: 工信部, 东吴证券研究所

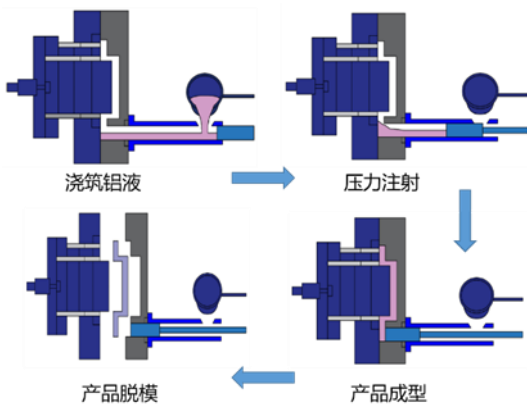
图22: 国内铝合金市场空间测算/亿元



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

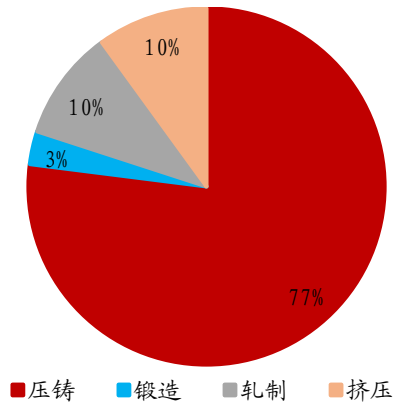
**铝合金压铸工艺应用广泛。**铝合金加工工艺主要分为压铸、锻造和挤压。目前广泛采用的高压压铸工艺更易加工复杂成型的零部件,能够有效提升生产效率、降低成本,受到各行各业的青睐。根据2018年发布的《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》中的内容,各类铝合金工艺在汽车上的使用比例大约为:铸造77%,轧制10%,挤压10%,锻压3%,铸造工艺是车用铝合金最为重要的加工工艺。铸造工艺是车用铝合金最为重要的加工工艺。根据Motor Intelligence测算,2027年全球汽车零部件铝合金压铸市场空间有望达到376.6亿美元,复合年均增长率大于7%。

图23: 铝合金高压压铸过程



数据来源: IQS Directory, 东吴证券研究所绘制

图24: 车用铝合金加工工艺占比



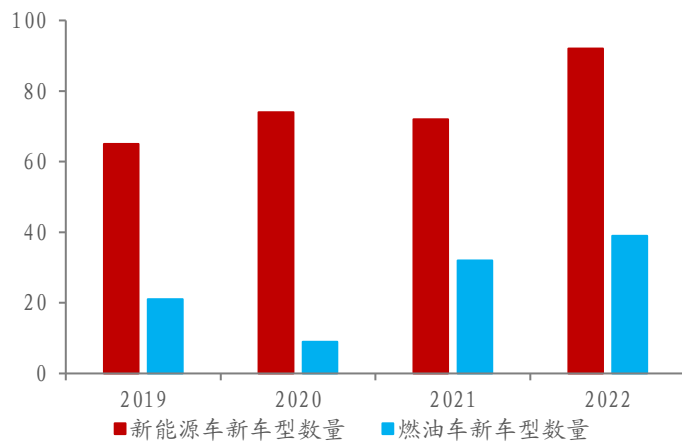
数据来源: 《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》, 东吴证券研究所

## 2.2. 新能源车型迭代加速, 推动装备制造业需求增长

**新能源汽车投放节奏加快, 带动模具业务需求旺盛。**一方面,新能源汽车渗透率仍未见顶,据乘联会预测,2023年新能源汽车销量950万辆,渗透率有望达到35%,预计渗透率提升将继续带动新能源车新车型的快速投放。另一方面,受消费者个性化需求及消费升级的影响,各类汽车品牌的更新换代和车型升级速度逐步加快,产品生命周期逐渐缩短。2019-2022年汽车新车型数量持续增加,国内新能源车年均65-92款全新车型

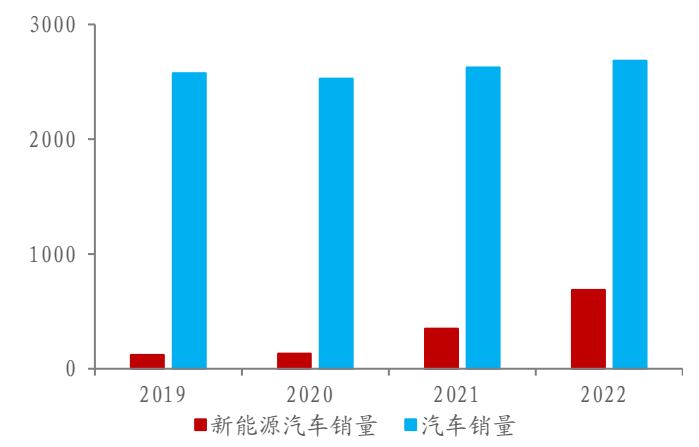
上市，新能源车出新速度显著赶超燃油车。汽车模具订单驱动主要来自于新车型开发以及其升级换代，新能源新车型的快速迭代将带动模具业务需求持续旺盛。

图25: 新能源车和燃油车每年新车型数量/款



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

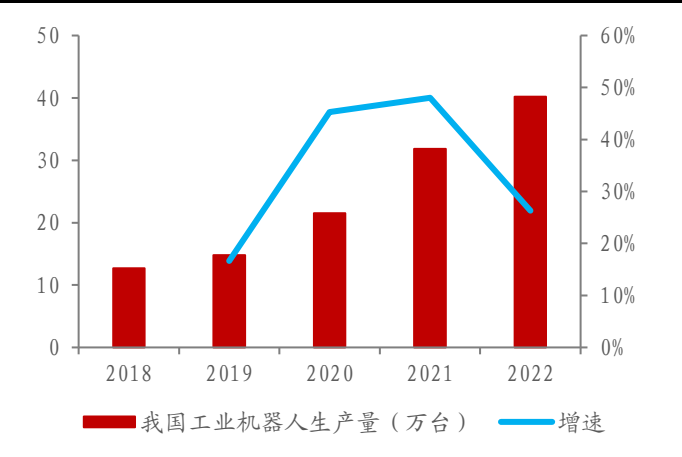
图26: 新能源车及汽车销量情况(万辆)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

汽车行业自动化需求提高，带动焊装自动化生产线需求旺盛。焊装自动化生产线是车身成型的关键，焊接的好坏直接影响了总成件形状的稳定性和安全性以及车身的密封性。一方面，随着消费升级和市场竞争加剧，汽车行业对新车的研发速度和市场推广速度提出更高的要求，自动化产线可以提高汽车制造过程的效率和精度，从而大大缩短汽车的研发和生产周期。另一方面，汽车制造企业面临更高的质量标准和更严格的质量控制要求，自动化技术可以提高汽车生产线的精度和一致性，从而保证汽车产品的高品质和高可靠性。

图27: 2018-2022年中国工业机器人产量



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图28: 汽车焊装自动化生产线



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 2.3. 政策驱动+产业规划，安徽省汽车集群优势显著

#### 2.3.1. 颁布多项汽车产业政策，明确产业发展目标

多项政策明确发展目标，合力打造汽车产业集群。安徽省分别发布了《安徽省新能源汽车产业发展行动计划（2021—2023年）》、《安徽省“十四五”汽车产业高质量发展



规划》、《合肥市“十四五”新能源汽车产业发展规划》、《芜湖市新能源和智能网联汽车产业发展行动计划（2021-2023年）》等政策，以合肥和芜湖为双核心，合肥规划侧重于整车产能，芜湖规划侧重于发挥核心零部件优势，加强产业链建设，培育汽车品牌，增强技术研发能力，为汽车产业的发展提供条件和促进作用，致力打造世界级新能源汽车和智能网联汽车产业集群。

表3: 安徽省主要汽车产业政策及发展目标

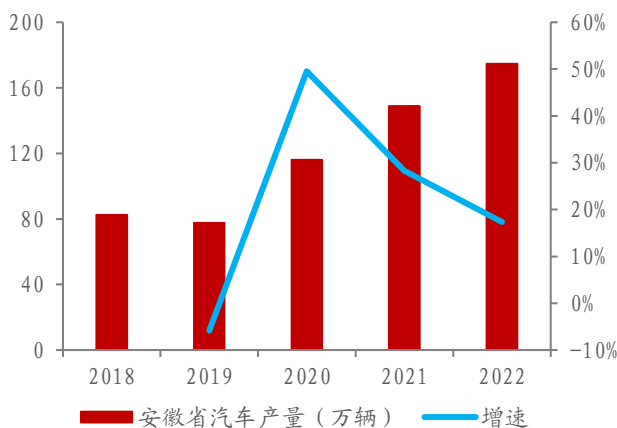
| 政策名称                              | 发展目标   |
|-----------------------------------|--|
| 安徽省新能源汽车产业发展行动计划（2021—2023年）      | <ul style="list-style-type: none"> <li>拥有 10 个以上行业知名品牌；</li> <li>培育 3-5 家有重要影响力整车企业和一批具有全球影响力的关键配套企业；</li> <li>到 2023 年，全省新能源汽车产量占全国比重 10%以上，零部件就近配套率达到 70%以上。</li> </ul>                          |
| 安徽省“十四五”汽车产业高质量发展规划               | <ul style="list-style-type: none"> <li>到 2025 年，产值超过 10000 亿元，生产规模超过 300 万辆，出口超过 100 万辆，新能源汽车产量占比超过 40%；</li> <li>基本形成纯电动为主、插电混合动力为辅、氢燃料示范的发展格局。</li> </ul>  |
| 合肥市“十四五”新能源汽车产业发展规划               | <ul style="list-style-type: none"> <li>2025 年，新能源汽车整车年产能达到 150 万辆；</li> <li>创新项目总投资超过 100 亿，从业人员达到 100 万人，累计新能源汽车保有量达到 100 万辆；</li> <li>实现动力电池年产能超过 120GWh，驱动电机年产能超过 120 万套，形成全产业链生态体系。</li> </ul> |
| 芜湖市新能源和智能网联汽车产业发展行动计划（2021-2023年） | <ul style="list-style-type: none"> <li>新能源和智能网联汽车产业总产值占全省比重达 50%以上；</li> <li>着力打造国内知名的关键核心零部件产业集群；</li> <li>零部件产业占据省内整车企业配套市场份额的 35%以上。</li> </ul>   |

数据来源：安徽省发展和改革委员会官网，东吴证券研究所

### 2.3.2. 汽车产业链布局完善，整车产量占比逐年增长。

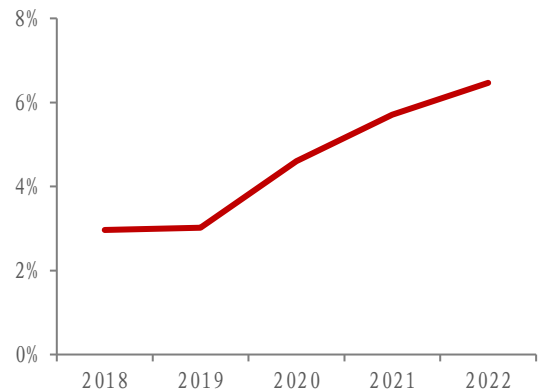
全国产量占比逐年增长，规划新能源+出口战略。安徽省 2019-2022 年汽车产量持续上升，2022 年达到 174.7 万，同比+17.33%，并且占全国汽车产量比例不断提高。其中，新能源汽车产量 52.7 万辆，占比达到 30.2%。据《安徽省“十四五”汽车产业高质量发展规划》，到 2025 年全省汽车产业产值超过 10000 亿元，汽车生产规模超过 300 万辆，汽车企业出口规模力争超过 100 万辆，新能源汽车产量占比超过 40%。

图29: 安徽省汽车产量（万辆）及增速（%）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图30: 安徽省汽车产量占中国汽车产量比例



数据来源：中国汽车工业年鉴，东吴证券研究所

产业链系统布局完善，整车产品品类丰富。安徽省集聚奇瑞集团、江淮汽车等为代表的一批整车生产企业，拥有乘用车、商用车、专用车等全系列产品。零部件产业方面，安徽省集聚全柴动力、伯特利等一批国内领先的零部件生产企业，拥有技术领先的中小功率柴油发动机、进排气关键零部件、制动系统、动力电池、燃料电池等产品。完善的汽车产业链条带动就近配套，企业将更加聚集。一方面，据《安徽省新能源汽车产业发展行动计划（2021-2023年）》，2023年安徽新能源汽车零部件就近配套率将达到70%以上。另一方面，汽车制造装备运输费用高昂，就近配套将降低整车厂商运输成本。本地配套能力将加强正反馈，随着配套成本的降低，整车企业和零部件企业将更加聚集。

图31：安徽省汽车产业各环节主要企业



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

图32：安徽省现有车企生产基地情况



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

### 2.3.3. 新能源车企加速落地，完善新型汽车产业生态

多家新能源车企落地合肥，新能源转型值得期待。2020年，蔚来宣布中国总部项目正式落地安徽省合肥市，建立研发、销售、生产基地，打造以合肥市为中心的中国总部运营体系；2020年12月，大众汽车（安徽）有限公司正式揭牌，大众宣布预计到2025年将在中国市场交付150万辆电动汽车。此外，国内头部自主车企如奇瑞、比亚迪、长安等均在合肥建立工厂。

表4: 安徽省现有汽车生产基地及产能情况

| 公司名称 | 生产基地        | 位置  | 投产时间      | 总投资 (亿元) | 产能 (万辆/年) | 主要车型       |
|------|-------------|-----|-----------|----------|-----------|------------|
| 江淮汽车 | 乘用车一厂       | 合肥市 | 1964      |          | 停产        |            |
| 江淮汽车 | 乘用车二、三厂     | 合肥市 | 2006、2011 | 30       | 36        | 微型车、轿车、SUV |
| 江淮汽车 | 商务车一厂       | 合肥市 | 2003      |          | 10        | MPV        |
| 江淮汽车 | 乘用车四厂       | 合肥市 |           |          | 3         | MPV        |
| 江淮汽车 | 蔚来代工厂       | 合肥市 | 2017      | 23       | 10        | SUV        |
| 江淮汽车 | 重卡基地        | 合肥市 |           |          | 8         | 重卡         |
| 江淮汽车 | 新港基地        | 合肥市 | 2019      | 55       | 20        | 轻卡         |
| 奇瑞汽车 | 芜湖三大乘用车工厂   | 芜湖市 | 1999      | 100      | 90        | 轿车         |
| 奇瑞汽车 | 芜湖新能源工厂     | 芜湖市 | 2018      |          | 8         | 微型车、SUV    |
| 奇瑞汽车 | 新能源巢湖工厂     | 巢湖市 | 2017      | 30       | 10        | 微型车        |
| 奇瑞汽车 | 联合卡车        | 芜湖市 | 2010      |          | 3         | 重卡         |
| 长安汽车 | 长安合肥工厂      | 合肥市 | 2012      | 30       | 40        | 轿车、SUV     |
| 蔚来汽车 | 蔚来第二工厂      | 合肥市 | 2022      |          | 100       | 轿车         |
| 大众汽车 | 大众安徽 MEB 工厂 | 合肥市 | 2023      | 200      | 35        | 轿车         |
| 比亚迪  | 新能源汽车工厂     | 合肥市 | 2022      | 60       | 30        | 轿车         |

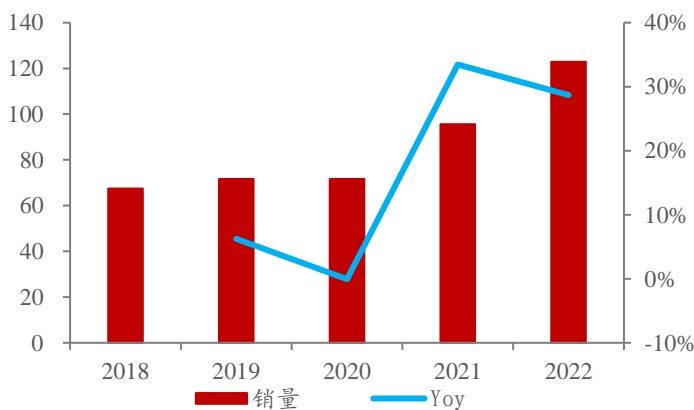
数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

## 2.4. 完善产品矩阵+出海战略, 奇瑞销量持续增长

### 2.4.1. 产品销量快速增长, 乘用车出口全国领先

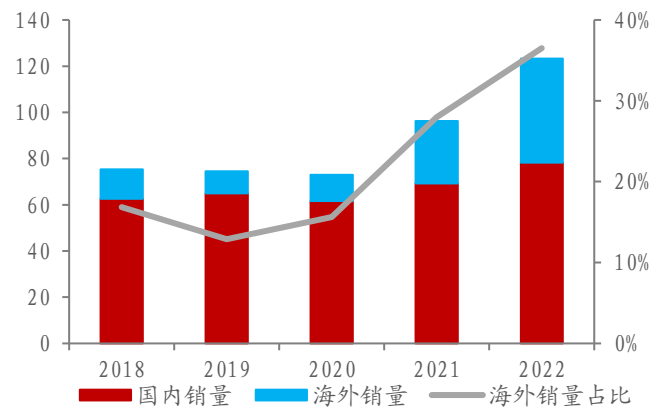
丰富产品矩阵推动销量增长, 22年首次突破百万大关。奇瑞集团构建以“奇瑞、星途、捷途、iCAR”为核心的全新品牌矩阵, 全面加速新能源化。奇瑞品牌为中端产品; 星途主打高端 SUV 车型; 捷途主打中低端 SUV 车型; iCAR 是正式面向年轻用户推出的场景智能电动汽车品牌。2022年总销量达到了 122.95 万辆, 营收首次突破 2000 亿, 达到了 2086 亿元。新能源汽车销量首次突破 20 万, 达到了 22.57 万辆。2023 年一季度, 奇瑞集团累计销售 32.54 万辆, 同比+42.4%, 创下历史新高。

图33: 奇瑞集团汽车销量及增速 (万辆)



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图34: 奇瑞集团内外销量及外销占比 (万辆)



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

**深耕海外乘用车市场，出海战略顺利推进。**奇瑞汽车从 2001 年起走出国门，在巴西、俄罗斯、中东以及东南亚等地区耕耘多年，在当地已经形成一定的规模与品牌效应。2022 年，奇瑞集团出口 451,337 辆，同比增长 67.7%，连续 20 年位居中国品牌乘用车出口第一。2022 年海外销量占比达到 36.51%，单月出口有 4 个月超过 5 万辆，成为国内自主品牌乘用车海外出口领军企业。

#### 2.4.2. 海内外布局生产基地，安徽成为重点规划区域

**奇瑞集团全球多地布局工厂，规划总年产能约 336 万辆/年。**目前，奇瑞集团在国内芜湖、大连、合肥、德州布局 15 个工厂，总产能约有 306 万辆/年，在巴西、马来西亚、俄罗斯、埃及等国家建立了 10 个工厂，总产能约 30 万辆/年。奇瑞集团建设在安徽省的产能达 113 万辆/年，智能网联“未来工厂”投产后，产能将增加 50 万辆/年，安徽省规划总产能占比 48.5%。

表5：奇瑞集团国内生产基地及产能情况

| 国内生产基地     | 位置   | 投产时间   | 总投资<br>(亿元)        | 总产能<br>(万辆/年) | 主要车型                       |
|------------|------|--------|--------------------|---------------|----------------------------|
| 芜湖三大乘用车工厂  | 芜湖   | 1999 年 | 100                | 90            | 瑞虎/艾瑞泽/星途系列                |
| 大连工厂       | 大连   | 2013 年 | 30                 | 20            | 瑞虎 5                       |
| 新能源芜湖二期工厂  | 芜湖   | 2018 年 | -                  | 10            | 小蚂蚁、大蚂蚁                    |
| 新能源合肥巢湖基地  | 合肥   | 2016 年 | 30                 | 10            | eQ                         |
| 新能源山东齐河工厂  | 德州   | 2017 年 | 10                 | 5             | eQ1                        |
| 新能源石家庄工厂   | 石家庄  | 2018 年 | 30                 | 20            | 瑞虎 3Xe、艾瑞泽 5E              |
| 鄂尔多斯工厂     | 鄂尔多斯 | 2013 年 | 计划 200             | 20            | 瑞虎 3x 系列                   |
| 奇瑞商用开封工厂   | 开封   | 2016 年 | -                  | 30            | 开瑞微客、捷途等                   |
| 凯翼汽车       | 宜宾   | 2019 年 | 37                 | 15            | 凯翼炫界等                      |
| 万达客车       | 贵阳   | 2013 年 | -                  | 3             | 万达客车                       |
| 集瑞联合重工     | 芜湖   | 2010 年 | -                  | 3             | 联合重卡                       |
| 奇瑞青岛基地     | 青岛   | 2022 年 | 总投资 230<br>乘用车 130 | 30            | 乘用车、新能源商用车                 |
| 智能网联“未来工厂” | 芜湖   | 在建     | -                  | 50 (含 KD)     | 瑞虎 8 系列，混合动力发动机及变速箱项目将同步建设 |

数据来源：公司官网，盖世汽车，东吴证券研究所

### 3. 装备制造+轻量化双轮驱动，成长空间进一步开启

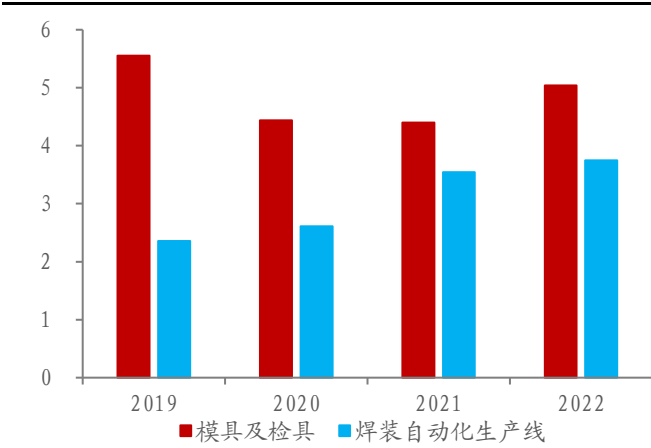
#### 3.1. 装备制造竞争优势凸显，在手订单持续增长

**装备制造业务加大客户开拓，焊装自动化产线获得大单。**近年来持续加大市场和客户开拓力度，不断提高产品质量和服务水平，客户美誉度和市场口碑有所提升，市场竞争力提升，新获取订单较多，为收入的增长提供了较好的基础。公司凭借着品牌美誉度的不断提升，在手订单一直较为充足，2020-2021 年模具业务因为疫情的原因暂时下滑，2022 年模具业务重回上升趋势，公司焊装自动化产线业务持续增长，近年来焊装整体增



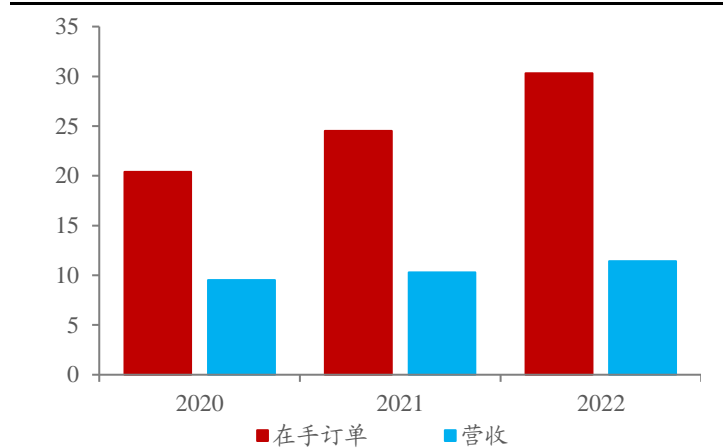
速超越模检具业务。2022年，公司汽车制造装备业务在手订单30.30亿元，较上年期末增长23.4%。2023年1月，公司中标奇瑞汽车2022年智能网联超级二工厂冲压模具焊装车间部分项目，该项目的合同金额为38,000万元。稳定持续的订单带动公司装备业务的收入稳步增长，收入的可预期性强。

图35: 公司汽车制造装备业务收入(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 汽车制造装备业务在手订单/收入(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**募投项目建设如期进行, 有望缓解产能瓶颈。**覆盖件模具IPO募投项目于2022年2月份完成结项并投产, 截至2022年底已实现满产, 大大提升覆盖件模具制造能力和产能规模。自动化产线IPO募投项目一阶段已完成建设并实现满产, 项目二阶段已于2022年中旬启动建设, 预计2023年上半年完成建设并投产, 将实现自动化产线和智能物流AGV移动机器人的制造能力和产能规模进一步提升。

表6: 传统制造装备业务产能建设情况

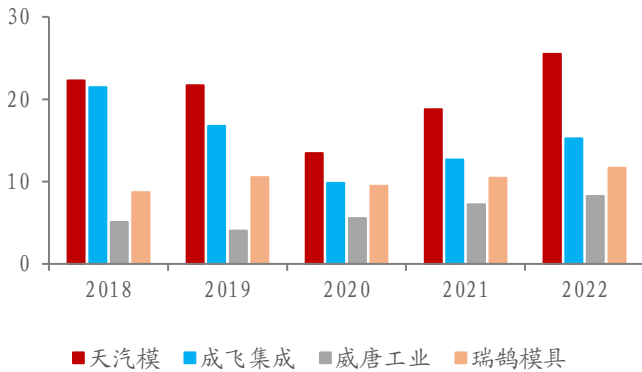
| 募投方式 | 募投项目                         | 土地/投资                  | 预计新增产能                     | 完工时间    |
|------|------------------------------|------------------------|----------------------------|---------|
| IPO  | 中高档乘用车大型精密覆盖件模具升级扩产项目        | 22,100平方米厂房<br>/2.58亿元 | 新增年产180套中高档乘用车大型精密覆盖件模具    | 2022年2月 |
|      | 基于机器人系统集成的车身焊装自动化生产线建设项目(一期) | 30,755平方米<br>/1.86亿元   | 新增年产6条基于机器人系统集成的车身焊装自动化生产线 | 2022年8月 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**净利润行业最佳, 营收具备成长空间。**同行业可比公司中, 天汽模已属于发展较为成熟的模具龙头企业代表, 其总收入规模也一直在20亿元左右波动; 成飞集成近些年除模具产品业绩总体相对稳定, 年度间波动较小, 其公司总体业绩波动较大主要因为其锂电池相关业务波动较大; 威唐工业主要客户集中于北美、欧洲等知名国际品牌, 2017年以来营业收入规模总体有所提升。瑞鹤模具2022年实现营收11.7亿元, 归母净利润实现1.4亿元, 公司净利润表现优于行业整体水平。在手订单持续增长, 营收具备较大增长空间。

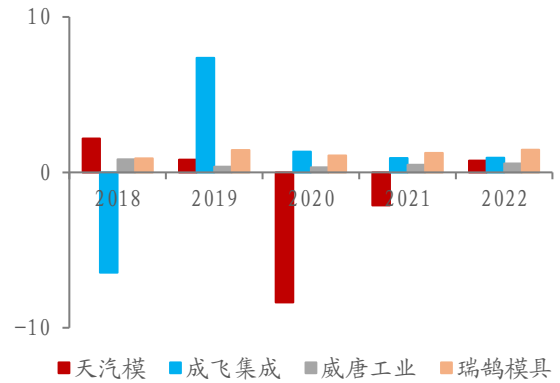


图37: 各可比公司营业收入情况/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

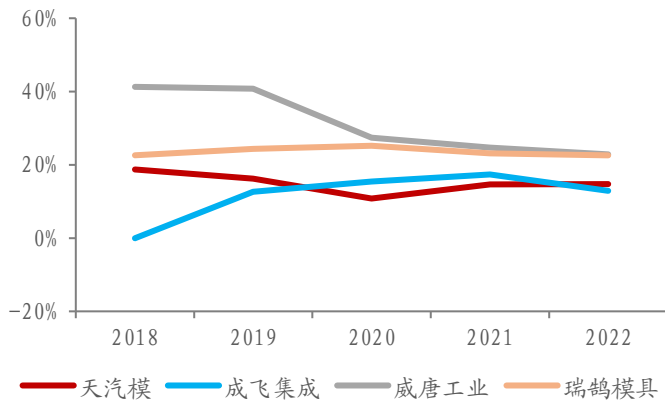
图38: 各可比公司净利润情况/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

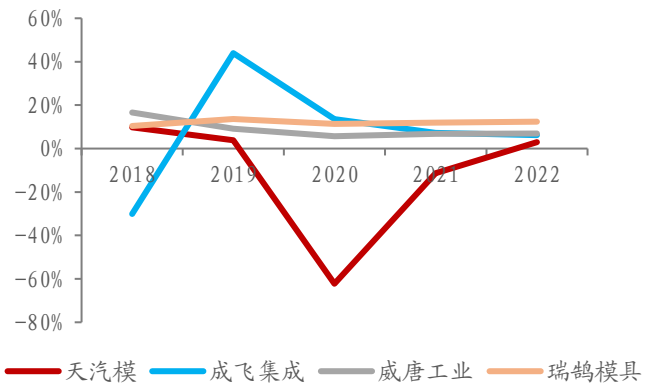
毛利率位于中游水准, 近年来保持稳定。公司模具业务营收低于天汽模, 但模具业务毛利率高于天汽模, 达 28.1%, 主要系产品结构、客户结构和成本管控等因素共同作用结果, 新能源业务有望加速公司模具业务实现突破。

图39: 各可比公司毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 各可比公司净利率情况

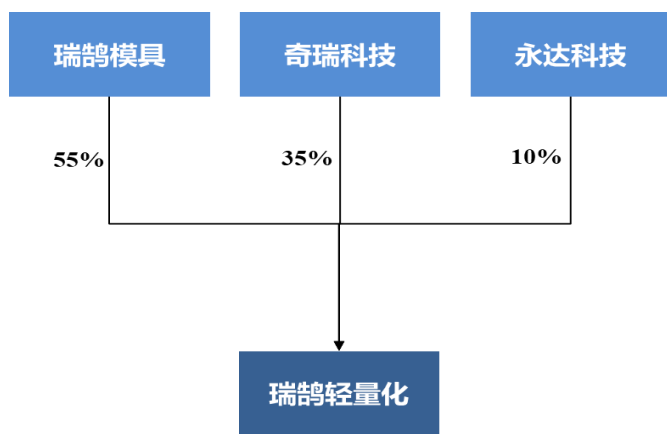


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 轻量化业务发展符合预期, 已获多个新车型定点

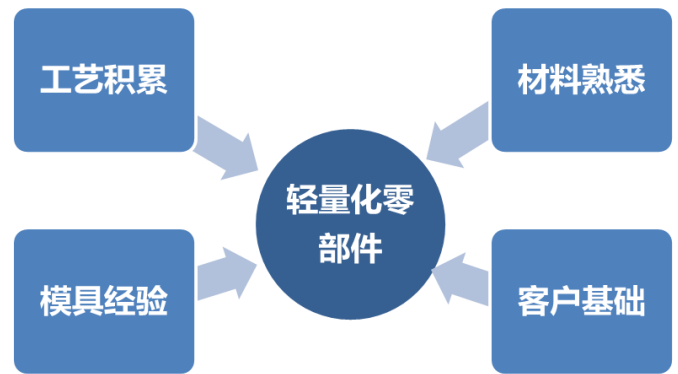
合作优质客户奇瑞汽车, 共同创立轻量化子公司。2022年1月, 瑞鹤模具与奇瑞科技、永达科技共同投资成立瑞鹤轻量化公司, 注册资本 10,000 万元, 其中公司持股 55%, 奇瑞科技持股 35%, 永达科技持股 10%。技术研发方面, 铝合金一体化压铸车身结构件产品实现研发目标并成功试制试装, 相关技术指标符合预期; 铝合金精密铸造动总产品实现研发成功并按计划批产, 良品率优于预期; 高强度钢板及铝合金冲焊零部件产品研发成功并按计划投产供货, 相关技术指标优于满足要求。公司通过传统冲压模具业务在客户需求、材料性能、技术迁移、工艺流程等方面有深厚积累, 将更好助力轻量化业务快速成长。

图41：三方合作成立瑞鹤轻量化公司



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

图42：公司传统业务与轻量化业务协同



数据来源：东吴证券研究所绘制

**发挥“装备+零部件”一体化优势，已获得多个车型定点。**公司努力抓住新能源汽车向轻量化车身、轻量化底盘的升级的窗口期，加快新业务布局、产品开发、产能建设和市场开拓。截至2022年底，公司汽车轻量化零部件业务已批供客户2个、定点开发中客户2个。目前铝合金一体化压铸车身结构件产品取得某OEM客户纯电平台多款车型定点，并完成客户定点车型试制试装及路测；铝合金精密铸造动总产品取得某OEM客户多款机型新产品定点，并完成客户定点机型SOP及批供；高强度板及铝合金冲焊零部件产品取得客户产品定点，并实现部分产品试产试供。

**轻量化零部件陆续落地量产，公司有望开启第二成长曲线。**轻量化零部件业务2022年度共投资建设4条产线，截至年末2条产线已开始批产，2条产线处于安装调试阶段，同时2023年轻量化项目二期已启动建设，预计下半年将新增若干产线，进一步扩大轻量化零部件业务产能。高强度板及铝合金冲焊零部件工厂项目于2022年4季度开工建设，预计2023年完成建设并投产。

表7：轻量化产线建设情况

| 募投方式 | 募投项目                                 | 产能                             | 完工时间  |
|------|--------------------------------------|--------------------------------|-------|
| 可转债  | 新能源汽车轻量化车身及关键零部件精密成形装备智能制造工厂建设项目（一期） | 年产288套新能源汽车轻量化车身及关键零部件大型精密成形模具 | 2023年 |
|      | 高强度板及铝合金冲焊零部件（二期）                    | 未披露                            | 2023年 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测及可比公司估值

1) 下游客户出海战略进展顺利；2) 安徽新能源汽车产业建设符合预期；3) 募投项目扩充产能持续释放；4) 原材料价格变化对公司毛利率影响控制在一定范围内。

基于以上核心假设，我们预测公司2023-2025年营收分别为18.32/30.40/37.27亿元，同比分别为+56.9%/+65.9%/+22.6%，归母净利润为2.09/3.15/4.22亿元，同比分别为

+49.6%/+50.5%/+33.7%，对应 EPS 分别为 1.14/1.72/2.30，对应 PE 分别为 22.9/15.2/11.4 倍。

表8: 瑞鹤模具业绩预测拆分

|          | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入    | 10.45  | 11.68  | 18.32  | 30.40  | 37.27  |
| Yoy      | 9.99%  | 11.78% | 56.90% | 65.92% | 22.61% |
| 焊装自动化生产线 | 4.27   | 4.38   | 6.31   | 8.27   | 9.33   |
| Yoy      | 0.29   | 0.03   | 0.44   | 0.31   | 0.13   |
| 模具及检具    | 6.05   | 7.00   | 8.83   | 10.06  | 12.72  |
| Yoy      | (0.02) | 0.16   | 0.26   | 0.14   | 0.26   |
| 汽车零部件    | -      | 0.14   | 3.18   | 12.07  | 15.22  |
| Yoy      | -      | 1.00   | 21.10  | 2.80   | 0.26   |
| 销售费用率    | 3.25%  | 2.84%  | 2.40%  | 2.30%  | 2.20%  |
| 管理费用率    | 5.12%  | 5.12%  | 4.30%  | 4.30%  | 4.00%  |
| 研发费用率    | 5.82%  | 6.81%  | 6.00%  | 5.80%  | 5.50%  |
| 归母净利润/亿元 | 1.15   | 1.40   | 2.09   | 3.15   | 4.22   |
| Yoy      | 11.5%  | 21.5%  | 49.6%  | 50.5%  | 33.7%  |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们选取旭升集团、文灿股份、爱柯迪、美利信四家企业作为公司的可比公司, 2023-2025 年平均 PE 为 27.2/19.5/14.8 倍。考虑到公司在铝合金轻量化领域产能扩张、客户质量优质, 受益于汽车新能源市场的不断拓展, 营收及业绩有望快速增长, 我们看好公司的长期发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表9: 可比公司估值 (截至 2023 年 5 月 23 日)

| 公司代码      | 公司名称  | 市值/亿元 | 归母净利润/亿元 |       |       | PE    |       |       |      |
|-----------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |       |       | 2023E    | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |      |
| 603305.SH | 旭升集团* | 243   | 9.5      | 13.5  | 17.8  | 25.6  | 18.0  | 13.7  |      |
| 600933.SH | 爱柯迪*  | 182   | 8.5      | 11.4  | 15    | 21.4  | 16.0  | 12.1  |      |
| 603348.SH | 文灿股份* | 111   | 2.8      | 4     | 5.2   | 39.5  | 27.7  | 21.3  |      |
| 301307.SZ | 美利信   | 64    | 2.9      | 3.9   | 5.2   | 22.3  | 16.5  | 12.2  |      |
|           |       |       | 平均       |       |       |       | 27.2  | 19.5  | 14.8 |
| 002997.SZ | 瑞鹤模具* | 48    | 2.1      | 3.2   | 4.2   | 22.9  | 15.2  | 11.4  |      |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所(注: \*为东吴证券覆盖, 采用东吴证券预测数据, 其余采用 wind 一致预期)

## 5. 风险提示

**乘用车价格战超出预期。**市场进入存量博弈阶段, 各品牌竞争愈加激烈, 价格战或将导致车企成本压力向上游供应链企业进行传导。

**铝合金价格上涨超出预期。**公司产品的主要原材料为铝合金, 若铝价在短期内发生剧烈波动, 可能给公司的当期经营业绩带来一定的不利影响。

车企一体化进程不及预期。一体化由特斯拉引领，新势力跟进，但若传统车企跟进不及预期，则会影响一体化的渗透率，进而影响公司业绩。

## 三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)       |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                 | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>2,930</b> | <b>3,919</b> | <b>6,127</b> | <b>7,578</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1,168</b> | <b>1,832</b> | <b>3,040</b> | <b>3,727</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 787          | 894          | 1,067        | 1,468        | 营业成本(含金融类)      | 894          | 1,436        | 2,421        | 2,917        |
| 经营性应收款项          | 535          | 768          | 1,274        | 1,550        | 税金及附加           | 13           | 18           | 30           | 37           |
| 存货               | 1,490        | 2,065        | 3,477        | 4,184        | 销售费用            | 33           | 44           | 70           | 82           |
| 合同资产             | 77           | 147          | 243          | 298          | 管理费用            | 60           | 79           | 131          | 149          |
| 其他流动资产           | 40           | 46           | 66           | 78           | 研发费用            | 80           | 110          | 176          | 205          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,095</b> | <b>1,173</b> | <b>1,252</b> | <b>1,322</b> | 财务费用            | -1           | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 185          | 205          | 225          | 245          | 加:其他收益          | 35           | 40           | 61           | 75           |
| 固定资产及使用权资产       | 389          | 448          | 501          | 547          | 投资净收益           | 45           | 68           | 106          | 127          |
| 在建工程             | 41           | 48           | 53           | 56           | 公允价值变动          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 93           | 94           | 95           | 96           | 减值损失            | -29          | -22          | -22          | -22          |
| 商誉               | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 8            | 8            | 8            | 8            | <b>营业利润</b>     | <b>141</b>   | <b>231</b>   | <b>357</b>   | <b>516</b>   |
| 其他非流动资产          | 378          | 369          | 369          | 369          | 营业外净收支          | 4            | 1            | 0            | -2           |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,025</b> | <b>5,092</b> | <b>7,379</b> | <b>8,900</b> | <b>利润总额</b>     | <b>145</b>   | <b>232</b>   | <b>357</b>   | <b>515</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>2,111</b> | <b>2,964</b> | <b>4,925</b> | <b>5,978</b> | 减:所得税           | 0            | 21           | 32           | 46           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 29           | 30           | 30           | 30           | <b>净利润</b>      | <b>145</b>   | <b>212</b>   | <b>325</b>   | <b>468</b>   |
| 经营性应付款项          | 802          | 1,277        | 2,152        | 2,593        | 减:少数股东损益        | 5            | 2            | 10           | 47           |
| 合同负债             | 1,146        | 1,466        | 2,432        | 2,982        | <b>归属母公司净利润</b> | <b>140</b>   | <b>209</b>   | <b>315</b>   | <b>422</b>   |
| 其他流动负债           | 133          | 191          | 311          | 372          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.76         | 1.14         | 1.72         | 2.30         |
| 非流动负债            | 434          | 435          | 435          | 435          | EBIT            | 88           | 232          | 357          | 515          |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 148          | 305          | 438          | 605          |
| 应付债券             | 375          | 375          | 375          | 375          | 毛利率(%)          | 23.47        | 21.61        | 20.37        | 21.73        |
| 租赁负债             | 9            | 9            | 9            | 9            | 归母净利率(%)        | 11.99        | 11.43        | 10.37        | 11.31        |
| 其他非流动负债          | 49           | 51           | 51           | 51           | 收入增长率(%)        | 11.78        | 56.90        | 65.92        | 22.61        |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,544</b> | <b>3,399</b> | <b>5,360</b> | <b>6,413</b> | 归母净利润增长率(%)     | 21.54        | 49.52        | 50.52        | 33.74        |
| 归属母公司股东权益        | 1,328        | 1,539        | 1,854        | 2,276        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 152          | 154          | 164          | 211          |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,480</b> | <b>1,694</b> | <b>2,019</b> | <b>2,487</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>4,025</b> | <b>5,092</b> | <b>7,379</b> | <b>8,900</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |                | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流     | 95    | 183   | 226   | 436   | 每股净资产(元)       | 6.87  | 8.02  | 9.74  | 12.03 |
| 投资活动现金流     | -454  | -81   | -54   | -34   | 最新发行在外股份(百万股)  | 184   | 184   | 184   | 184   |
| 筹资活动现金流     | 439   | 5     | 0     | 0     | ROIC(%)        | 5.59  | 10.57 | 14.31 | 17.56 |
| 现金净增加额      | 80    | 107   | 173   | 401   | ROE-摊薄(%)      | 10.55 | 13.61 | 17.00 | 18.52 |
| 折旧和摊销       | 60    | 73    | 81    | 90    | 资产负债率(%)       | 63.22 | 66.74 | 72.64 | 72.06 |
| 资本开支        | -235  | -139  | -140  | -141  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 34.25 | 22.90 | 15.22 | 11.38 |
| 营运资本变动      | -100  | -53   | -95   | -19   | P/B(现价)        | 3.80  | 3.26  | 2.68  | 2.17  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

