

应用领域升级，两大业务踏上发展快车道

豪美新材(002988)

► **双碳政策下，系统门窗或迎快速发展。**由于组件统一设计且具有更好的协同性及性能，我们判断未来系统门窗的渗透率将进一步提升，行业空间或扩容至 2325 亿元。我们认为系统门窗的核心竞争力在于系统化标准输出能力以及品类扩充能力，公司作为上市公司具有较强的资源整合能力，处于竞争的有利地位，2022 年前三季度系统门窗业务工程中中标量 85.38 万平方米，同比增长 60.73%，在 B、C 两端共同发力的背景下，公司系统门窗业务或迎来较快发展。

► **汽车轻量化业务逐渐提速。**随着新能源汽车渗透率的提升，铝型材在汽车轻量化中的需求预计稳步发展，而汽车轻量化铝型材认证流程较为严格，头部企业具有较强的先发优势。公司铝型材在行业内具有良好口碑，2022H1 导入 32 个新定点项目，随着既有车型的放量以及新车型的导入，我们判断公司汽车轻量化业务也有望逐渐提速。

► **应用领域升级，高附加值业务带动利润率提升。**公司过往铝型材业务主要采用成本加成的定价模式，使得毛利率扩张空间较为有限，而相比之下，系统门窗和汽车轻量化部件的壁垒及服务属性更强，毛利率也更高，随着两大战略业务的加速发展，公司铝型材应用领域将逐渐升级，单位铝型材的附加值及毛利率有望提高。此外，汽车轻量化业务中，公司预计将介入深加工程序，提升高附加值铝部件占比，从而提升盈利能力。

► **盈利预测。**预计 2022-2024 年，公司收入 64.39/76.44/86.84 亿元，EPS 0.25/1.31/1.83 元，对应 11 月 14 日 14.84 元收盘价 60.18/11.42/8.20x PE。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，铝价快速上涨，产能投放不及预期，系统性风险。

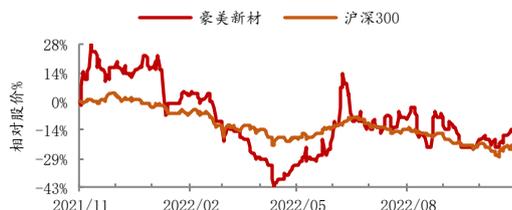
盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3437.14	5599.51	6438.51	7644.48	8684.49
YoY (%)	15.82%	62.91%	14.98%	18.73%	13.60%
归母净利润(百万元)	115.93	139.15	58.01	305.70	425.69
YoY (%)	-30.73%	20.03%	-58.31%	426.94%	39.25%
毛利率 (%)	13.97%	12.02%	11.04%	14.06%	15.07%
每股收益(元)	0.50	0.60	0.25	1.31	1.83
ROE	5.47%	6.25%	2.56%	12.43%	15.60%
市盈率	30.12	25.09	60.18	11.42	8.20

资料来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	14.84
股票代码:	002988
52 周最高价/最低价:	23.77/9.77
总市值(亿)	34.54
自由流通市值(亿)	11.94
自由流通股数(百万)	80.44



分析师: 郝暉

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

联系电话:

正文目录

1. 国内铝型材领先企业	4
2. 系统门窗业务：节能蓝海下空间充足，BC 两端齐发力	8
2.1. 渗透率提升空间充足，未来市场空间千亿级	8
2.2. 核心竞争力是系统标准输出能力及扩品类，市场或孕育大企业	11
2.3. 贝克洛：优势积淀，BC 两端齐发力	12
2.4. 结构升级或带动收入、利润率提升	14
3. 汽车轻量化：发展空间巨大、客户基础良好	15
3.1. 汽车轻量化铝型材蓝海市场	15
3.2. 研发实力强劲，客户基础良好	18
3.3. 铝部件占比预计上升，盈利能力增强	19
4. 盈利预测及估值	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司铝型材产能分布	4
图 3 公司主要产品及应用场景	5
图 4 公司 17-21 年分板块收入	6
图 5 公司 17-21 年分板块毛利	6
图 6 公司股权结构	6
图 7 公司 17-21 年收入及增速	7
图 8 公司 17-21 年利润及增速	7
图 9 公司铝型材市场份额	7
图 10 销售、管理费用率逐渐下降	7
图 11 铝型材产业链示意图	8
图 12 豪美系统门窗	8
图 13 我国系统门窗渗透率低于欧洲	9
图 14 地产企业毛利率下滑	9
图 15 建筑能耗占比较高	10
图 16 贝克洛产品设计	12
图 17 贝克洛发展历程	12
图 18 系统材料销售模式	13
图 19 成品窗销售模式	13
图 20 公司系统门窗 2022 年季度中标量	14
图 21 贝克洛线下门店覆盖较广	14
图 22 系统门窗毛利率高于建筑铝型材	15
图 23 建筑铝型材和系统门窗单位铝型材创收对比	15
图 24 铝型材在新能源汽车中应用	17
图 25 新能源汽车产量	18
图 26 公司 17-21 年研发支出及比例	18
图 27 公司汽车轻量化铝型材毛利率高于亚太科技	18
图 28 汽车轻量化铝型材收入及增速	19
图 29 公司覆盖汽车轻量化品牌	19
图 30 汽车铝部件生产工序	20
图 31 铝部件毛利率高于铝型材	20

表 1 公司和可比公司的主营业务.....	5
表 2 建筑节能政策总结.....	10
表 3 系统门窗市场空间测算.....	11
表 4 重点系统门窗品牌首选率.....	13
表 5 系统门窗单位铝型材创收测算.....	15
表 6 重点汽车厂铝部件应用情况.....	16
表 7 新能源车铝型材需求测算.....	16
表 8 汽车厂铝部件应用情况.....	16
表 9 铝在汽车轻量化中性能更优.....	17
表 10 盈利预测.....	20
表 11 可比公司估值（万得一致预期）.....	21

1. 国内铝型材领先企业

豪美新材成立于 1991 年，前身为豪美铝业，是国内大型的铝型材制造商，具备熔铸、模具设计与制造、挤压及深加工、系统门窗生产的完整铝基新材产业链。目前公司有两个生产基地，均位于广东清远高新区，其中本部基地主要生产建筑铝型材，精美特材主要生产工业铝型材以及汽车轻量化铝型材，目前公司建筑类型材产能 15 万吨，工业类（包括汽车轻量化）产能 15 万吨左右。2020 年公司实现 A 股上市。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 2 公司铝型材产能分布



资料来源：招股说明书，公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

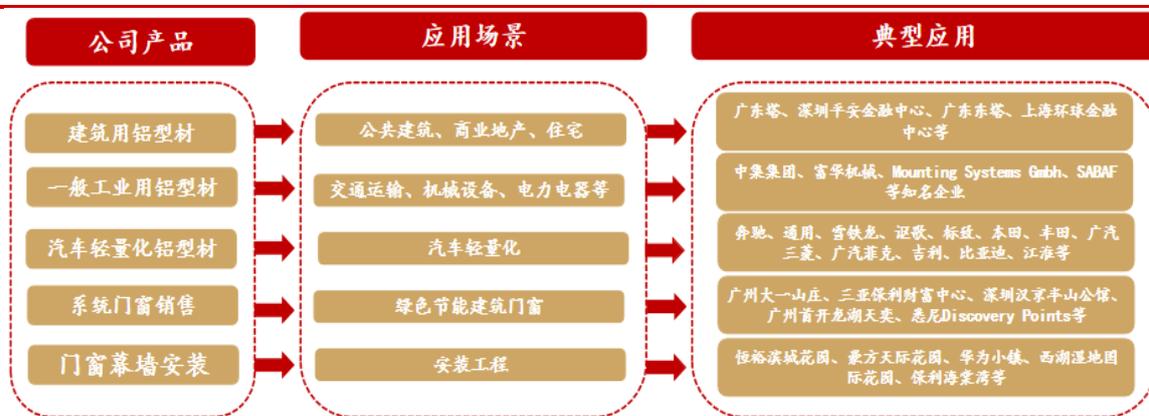
公司主营业务主要包括：1) 铝型材（包括建筑用铝型材、工业用铝型材、汽车轻量化铝型材），2) 系统门窗，3) 门窗幕墙安装。公司在铝型材领域拥有自己的CNAS研发平台，截止到2022H1，公司共获得33项发明专利，278项新型实用专利，技术研发实力强劲。在建筑铝型材领域，公司承接广州塔、深圳平安金融中心、上海环球金融中心等地标性建筑；在汽车轻量化领域，公司已经和奔驰、宝马、比亚迪等国内外厂家建立良好合作关系并进入其供应体系；在系统门窗领域，公司产品在上海星河湾、珠海格力海岸等高端项目中应用，体现公司良好的生产研发能力。

表1 公司和可比公司的主营业务

主营业务	定义	可比公司	2021年收入规模	2021年豪美新材相关业务收入
建筑&工业用铝型材	建筑用铝型材：由铝和铝合金材料制的建筑制品。 工业用铝型材：除建筑门窗、幕墙、室内外装饰及建筑结构用铝型材以外的所有铝型材。	闽发铝业	22.4 亿元	45.85 亿元
		兴发铝业	154 亿元	
汽车轻量化	在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。	亚太科技	60.2 亿元	4.45 亿元
系统门窗	是由铝型材、五金配件、密封胶条、玻璃等一系列材料构件组合而成，最终形成的高耐候性能的全候系统门窗。	德国旭格	15.85 亿欧元 (约合人民币 110.75 亿元)	3.02 亿元
		森鹰窗业	9.57 亿元	
门窗幕墙安装	提供全系列的系统门窗、幕墙解决方案，制定标准化、体系化的生产与现场施工工艺及服务流程。	嘉寓股份 江河集团	14.3 亿元 208 亿元	2.60 亿元

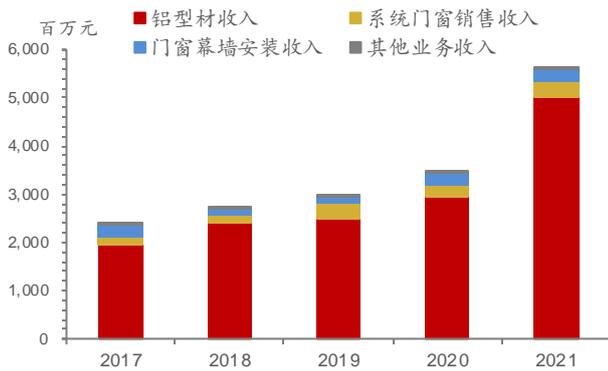
资料来源：公开资料整理，Wind，华西证券研究所；注：外国企业收入采用2022/10/16日汇率换算

图3 公司主要产品及应用场景



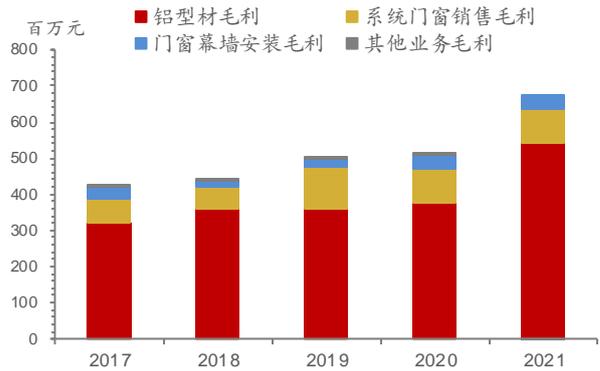
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 4 公司 17-21 年分板块收入



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

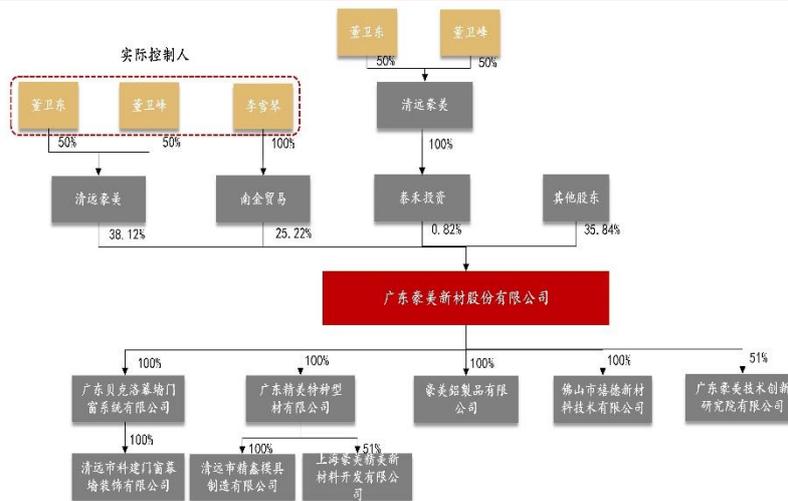
图 5 公司 17-21 年分板块毛利



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

股权结构稳定。截止到 2022Q2，公司控股股东清远市豪美投资控股集团有限公司直接持有公司 38.12% 股权，此外共同实控人董卫峰、董卫东、李雪琴（其中董卫峰、董卫东为兄弟关系，董卫东、李雪琴为夫妻关系）通过南金贸易持有公司 25.22% 股份，实控人合计持股占比 60% 以上，股权结构较为集中稳定。

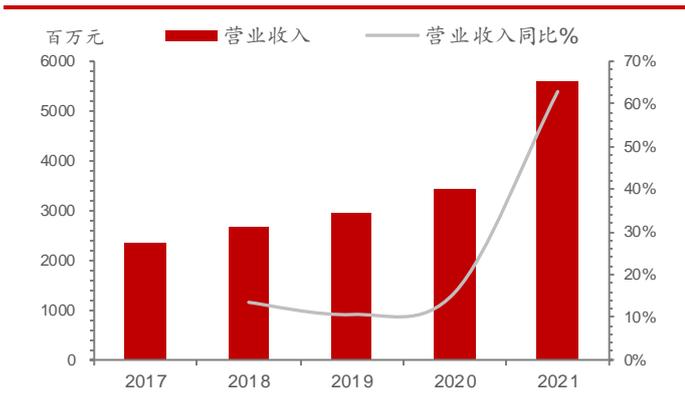
图 6 公司股权结构



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

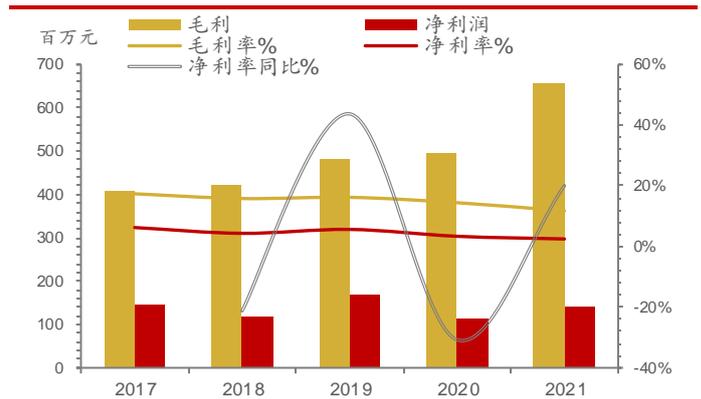
发展稳健，2021 年收入增长加速。2017-2020 年，公司收入由 23.63 亿元上升至 34.37 亿元，对应 CAGR13.3%，2021 年，由于公司上市后产能扩张，公司销量迅速增长，带动收入同比+62.9%，同时铝型材市占率由 2018 年的 0.71% 提升至 2021 年的 1.21%。期间由于公司规模效应提升，公司销售、管理费用率总体呈现下降趋势，但 2021 年，由于原材料涨价幅度较大较快，公司毛利率承压，从而使得净利润增速低于收入。

图 7 公司 17-21 年收入及增速



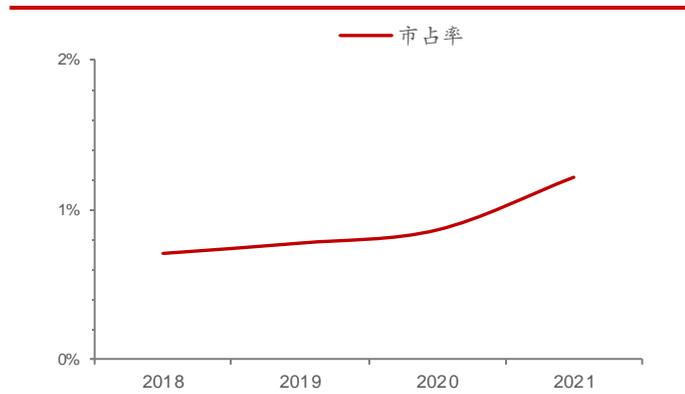
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 8 公司 17-21 年利润及增速



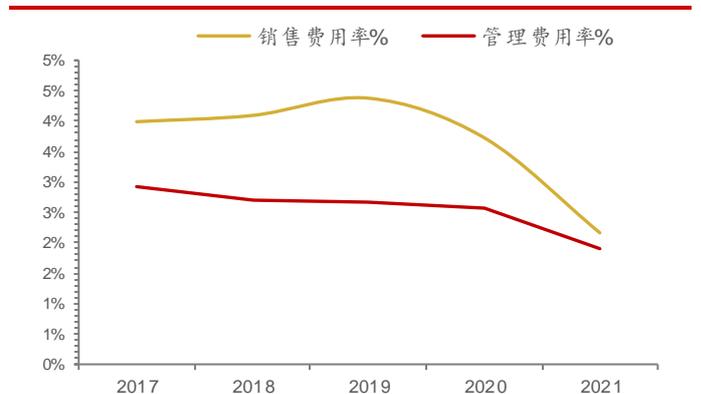
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 9 公司铝型材市场份额



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

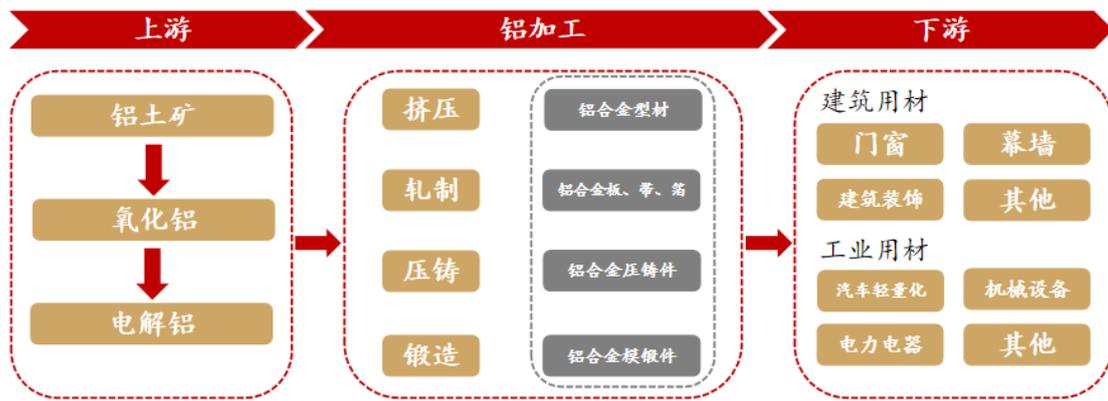
图 10 销售、管理费用率逐渐下降



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

系统门窗+汽车轻量化带动收入增长及产品结构升级，开启新一轮增长。2022 年，公司发行可转债募资 8.24 亿元，用于高端铝型材、系统性门窗产能扩张，营销中心项目建设及补充流动性，体现公司逐渐聚焦于 1) 系统门窗及 2) 汽车轻量化等高附加值业务。我们认为系统门窗及汽车轻量化市场需求仍有充足需求空间，公司 BC 两端渠道强化下此二业务有望保持较快增长，同时系统门窗及汽车轻量化等业务的附加值及毛利率情况较传统铝型材更优，带动整体盈利能力上升，从而使得公司开启新一轮量质双生增长。

图 11 铝型材产业链示意图

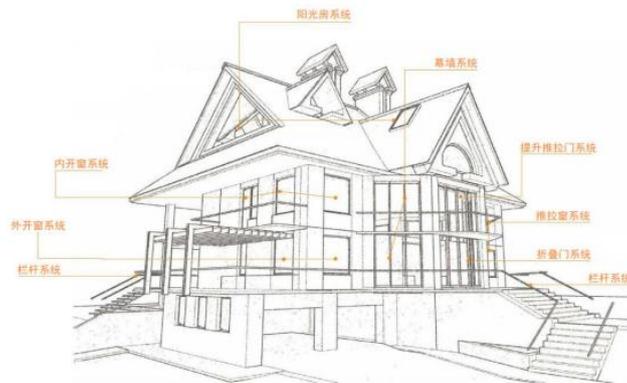


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

2. 系统门窗业务：节能蓝海下空间充足，BC 两端齐发力

系统门窗性能更优。系统门窗指由铝型材、五金配件、密封胶条、玻璃等材料构成，各材料设计、安装与性能进行统一设计、相互配合的门窗，系统门窗中各材料效果相辅相成，从而提升门窗整体性能。相比于传统门窗，系统门窗通常与当地气候的适配性更好，并且具有更好的水密性、气密性、隔热及隔音能力，更有利于应对台风、沙尘暴、严寒酷热、酸雨等极端天气，同时单位能耗也低于普通门窗。

图 12 豪美系统门窗

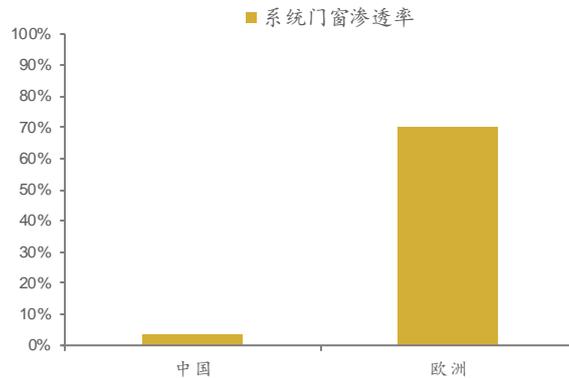


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

2.1. 渗透率提升空间充足，未来市场空间千亿级

我国系统门窗起步较晚，渗透率较低，节能减排下成长空间充足。由于我国过往城镇化需求快速增长，开发商和消费者都更加注重享受土地价格上涨红利而非建筑物质量本身，同时由于部分系统组件开发较晚，因此系统门窗的渗透率较低。根据公司 2021 年 12 月投资者互动平台问答数据，目前我国系统门窗渗透率低于 5%，而欧洲起步较早，渗透率已达 70%，而我们认为我国系统门窗的渗透率也将提升。

图 13 我国系统门窗渗透率低于欧洲



资料来源：公司公告，招股说明书，华西证券研究所

首先，在土地涨价放缓背景下，地产开发商和消费者都有提升建筑物质量的诉求。对于消费者而言，房屋逐渐回归居住属性，叠加改善性需求占比提升，预计对于住宅整体质量诉求将有所上升。而对于房地产企业而言，在土地价格上涨放缓背景下，也需要打造自身品牌，从而提升整体销售能力及利润水平。

图 14 地产企业毛利率下滑



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

其次，节能减排政策有望推升系统门窗使用率。建筑是我国能耗的重要来源，根据住建部相关数据，建筑能耗占社会总能耗 30%左右，其中通过门窗损失的能量约占建筑物外围护结构能量损失的 50%。随着双碳政策的颁布，以及一系列绿色建筑和系统门窗支持性政策的出台，我们预计未来系统门窗的使用率将进一步提升。

图 15 建筑能耗占比较高



资料来源：中国建筑节能协会，华西证券研究所

表 2 建筑节能政策总结

时间	部门	文件	相关内容
2022	住建部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	“十四五”期间完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到30%等目标。
2021	发改委	《“十四五”公共机构节约能源资源工作规划的通知》	积极开展绿色建筑创建行动，新建建筑全面执行绿色建筑标准，大力推动公共机构既有建筑通过节能改造达到绿色建筑标准，星级绿色建筑持续增加。加快推广超低能耗和近零能耗建筑，逐步提高新建超低能耗建筑、近零能耗建筑比例。
2020	住建部、发改委等	《绿色建筑创建行动方案》	既有建筑能耗水平需进一步提升，住宅健康性能不断完善，装配化建筑方式占比稳步提升，绿色建材应用将进一步扩大。
	中国建筑材料联合会	《关于进一步提升建材行业节能减排水平加快绿色低碳发展步伐的实施方案》	绿色建材占到主营业务收入的30%左右，新建建筑中绿色建材应用占到40%以上，试点示范工程绿色应用比例达70%以上，既有建筑改造的应用比例达到80%，实现建材生产和建筑应用的能耗、排放都有较大幅度的降低。
	发改委	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	鼓励使用绿色智能产品。健全绿色产品、服务标准体系和绿色标识认证体系。以绿色产品供给、绿色公交设施建设、节能环保建筑以及相关技术创新等为重点推进绿色消费，创建绿色商场。
2019	住建部	《关于成立部科学技术委员会建筑节能与绿色建筑专业委员会》	充分发挥绿色建筑专家智库作用，以进一步推动绿色建筑的发展，提高建筑节能水平。
2018	住建部	《绿色建筑评价标准》	为贯彻落实完善资源节约标准的要求，总结近年来我国绿色建筑方面的实践经验和研究成果，借鉴国际先进经验制定的第一部多目标、多层次的绿色建筑综合评价标准。
		《住房城乡建设部建筑节能与科技司2018工作要点》	引导有条件地区和城市新建建筑全面执行绿色建筑标准，扩大绿色建筑强制推广范围，力争到2018年底，城镇绿色建筑占新建建筑比例达到40%。
2017	住建部	《住房城乡建设科技创新“十三五”专项规划》	重点突破建筑节能与绿色建筑的关键核心技术攻关与集成，推广应用一批新技术、新工艺、新材料、新产品，整体提升住房城乡建设技术水平。大幅提高科技进步对行业发展的贡献率。
		《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	到2020年，全国城镇绿色建筑占新建建筑比例超过50%，新增绿色建筑面积20亿平方米以上，城镇新建建筑中绿色建材应用比例超过40%

资料来源：住建部官网，发改委官网，招股说明书，华西证券研究所

未来市场空间 2325 亿元。我们假设未来全社会住宅实际竣工面积维持在 9 亿平方米，并假设 1) 既有建筑每 10 年更换一次门窗，2) 门窗占建筑面积比例的 25%，则在假设 25%渗透率的情况下，未来系统门窗市场需求可达 1.9 亿平方米，假设出厂价为 1200 元/平方米，则市场空间可达 2325 亿元，相较于目前扩容空间充足。

表 3 系统门窗市场空间测算

年竣工住宅面积 (亿平米)	9
2021 年存量住宅面积 (亿平米)	220
建筑物窗体翻新年限 (年)	10
年翻新住宅面积 (亿平米)	22
新竣工+翻新面积 (亿平米)	31
门窗面积/建筑面积比例	25%
年住宅门窗需求 (亿平米)	7.8
中期系统门窗渗透率	25%
系统门窗需求 (亿平米)	1.9
系统门窗价格 (元/平米)	1200
系统门窗市场空间 (亿元)	2325

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

2.2. 核心竞争力是系统标准输出能力及扩品类，市场或孕育大企业

核心竞争力 1：系统标准输出能力。类似于五金，从部件来说系统门窗是较为繁琐的建材，通常而言涉及玻璃、铝型材、各类五金及胶条等，只有各品类均针对系统门窗相应开发设计（包括后续的装配及施工），系统门窗整体才能达到要求，任何一个组件出现问题都会造成系统门窗不达标，因此在配件企业格局本身十分零散且良莠不齐的背景下，系统门窗企业需要制定严格并且统一的标准，筛选伙伴并且在生产的各个环节进行统一培训，从而输出自身系统标准，并形成品牌。

核心竞争力 2：品类齐全。类似于配件与系统门窗的关系，站在建筑整体角度，系统门窗也是建筑本身的一部分，需要与其余建材搭配使用才能使得建筑整体达到最佳效果。例如对于落地开关门窗而言，如果与遮阳产品共同设计，则能够达到更好的节能及光照效果，并且对于开发商而言，墙体建材由一家企业设计从工期及质量上而言都更加有利。因此我们认为，强大的数据积累以及相关品类的拓展能力也是系统门窗的核心竞争力之一。

图 16 贝克洛产品设计



资料来源：招股说明书，公司官网，华西证券研究所

我们认为未来系统门窗行业的核心受益者是标准输出、资源整合能力强，且项目经验、数据积累丰富，建材品类齐全的企业。参考海外市场，以欧洲为主要市场的德国旭格以及以日本为主要市场的 YKK 目前收入体量均为百亿级人民币。由于国内本身建筑市场容量更大，且系统门窗仍在扩容，因此我们认为未来市场或也孕育少数规模型企业。

2.3. 贝克洛：优势积淀，BC 两端齐发力

公司系统门窗业务主要通过子公司贝克洛进行。根据国内外不同的市场，公司建立了两套销售体系。

图 17 贝克洛发展历程

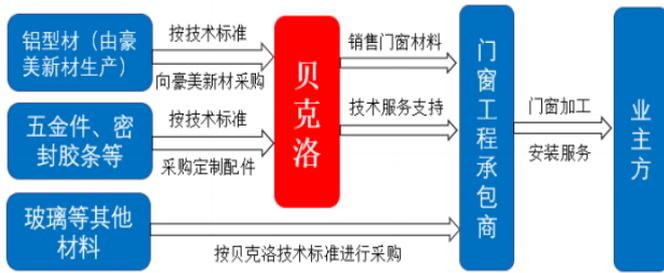


资料来源：贝克洛官网，华西证券研究所

国内工程端：贝克洛采用系统材料销售模式；根据定制化方案，向工程客户销售铝型材、五金、胶条等在内的整套门窗系统材料，由工程客户自己加工为成品窗及现场安装。贝克洛同步提供培训服务、技术服务，包括设计、加工、安装等。（该模式下公司不涉及成品窗安装以及加工环节）

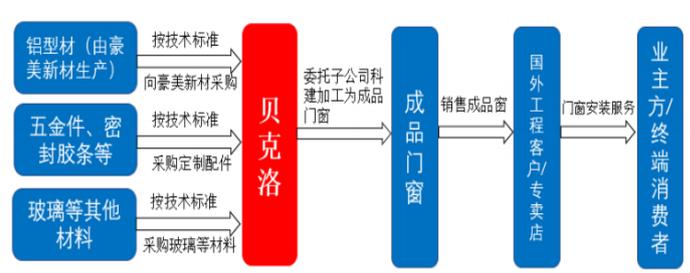
海外及零售客户：采用销售成品窗模式。根据订单组织系统材料的配备，并将全套系统材料发至下游门窗加工企业，由门窗加工企业按照要求加工成成品窗，贝克洛再将成套的门窗交付给国外工程客户及经销客户。

图 18 系统材料销售模式



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 19 成品窗销售模式



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

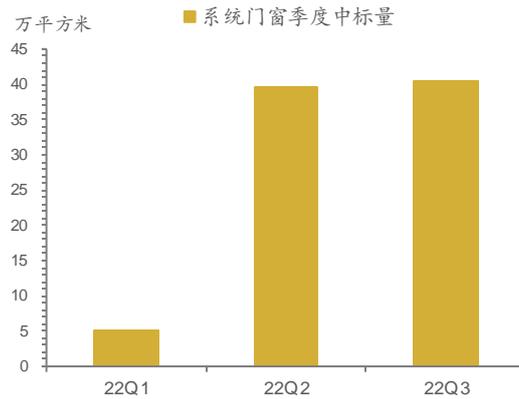
B 端：品牌积淀深厚，销售放量。公司 B 端主要通过与大地产商合作进行销售。由于系统门窗目前主要用于中高端住宅，潜在客户对于价格的敏感程度相对更低，并且由于中高端铝型材及五金材料价格稳定性也更高，因此市场竞争主要集中于软因素，使得小企业逐渐出清。根据优采数据，目前贝克洛在地产开发商中首选率 12%，位居第三，品牌积淀较为深厚，产品已应用于保利、万科、招商等标杆项目中。根据公司公告，公司 2022 年前三季度系统门窗业务工程中标量 85.38 万平方米，同比增长 60.73%，体现公司整体竞争实力。

表 4 重点系统门窗品牌首选率

排名	品牌名称	首选品牌率
1	旭格	17%
2	YKK AP	15%
3	贝克洛	12%
4	兴发系统	9%
5	伟业	8%
6	威克纳 wicona	7%
7	阿鲁克	6%
8	伟昌	4%
8	艾尔	4%
9	易欧思	2%
9	法米思	2%
10	NOTTER-Z 耐特兹	1%

资料来源：优采，华西证券研究所

图 20 公司系统门窗 2022 年季度中标量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

C 端：公司 C 端采用“线上+线下”模式，2020 年贝克洛在京东及天猫上线旗舰店；线下公司以加码零售门店布局为主，并招聘了专门团队进行品牌强化和经销商体系建设，目前在渠道建设上已经取得了初步成果，后续将进一步加速。

图 21 贝克洛线下门店覆盖较广

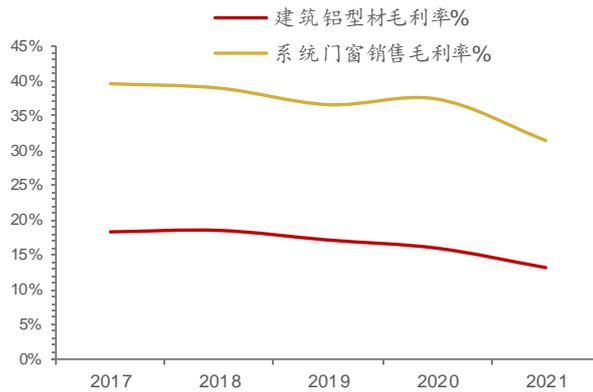


资料来源：贝克洛京东线上旗舰店官网，华西证券研究所

2.4. 结构升级或带动收入、利润率提升

系统门窗带动单位铝型材创收及利润率提升。公司目前系统门窗所需铝型材以自供为主，根据行业经验，每平方米系统门窗使用铝型材 3-5kg，成品出厂价 900 元/平方米（参考国内主流经销商价格），即对应每吨铝型材产能创收 25 万元左右，相较于传统铝型材大幅提升，我们判断在系统门窗渗透率提升背景下，公司收入天花板有望加速提升。此外，由于系统门窗壁垒和附加值更高，因此利润水平也更好，根据公司年报数据，系统门窗毛利率 30-40%，相较于传统建筑铝型材高出 15 个百分点左右，因此我们认为系统门窗的发展也有望带动公司整体利润率的提升。

图 22 系统门窗毛利率高于建筑铝型材



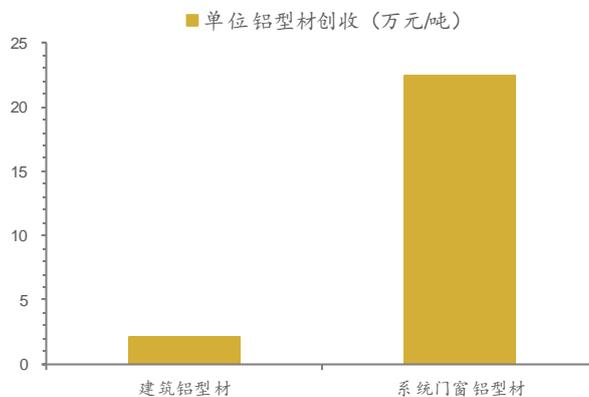
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

表 5 系统门窗单位铝型材创收测算

单位平米使用铝型材（公斤）	4
系统门窗价格（元/平米）	900
单位铝型材创收（万元/吨）	22.5

资料来源：招股说明书，公开资料，华西证券研究所

图 23 建筑铝型材和系统门窗单位铝型材创收对比



资料来源：华西证券研究所

3. 汽车轻量化：发展空间巨大、客户基础良好

3.1. 汽车轻量化铝型材蓝海市场

新能源汽车销量预计持续增长，铝部件是良好轻量化材料。在双碳政策下，我们预计新能源汽车产量仍将保持较快速度增长，而铝是较为理想的轻量化材料。铝密度仅有钢的 1/3 左右，在具有较好强度的同时，具有耐腐蚀性、高导电性和易加工性，同时可以回收利用，因此铝是汽车轻量化改造的重要途径，目前在汽车的轮毂、称身、

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

底盘、支架等部位已逐渐应用。根据我国《节能与新能源汽车发展技术路线图》，2020/2025/2030年三个关键节点，我国汽车单车铝用量达190/250/350kg，对应单车减重目标10%/20%/35%。据此估算2025年，我国新能源汽车铝部件市场空间400万吨，大约相当于2021年的5.5倍。此外传统燃油车本身也有轻量化需求，从而进一步推升汽车轻量化铝型材市场空间。

表6 重点汽车厂铝部件应用情况

汽车生产企业	车型	铝轻量化设计
特斯拉	Model S	全铝设计，95%采用铝合金材料
宝马	i 系列 5 系	铝制底盘 全铝车身
比亚迪	腾势	铝合金减速机支架、机电壳体、电池组外壳
江淮	iEV5	铝合金动力总成箱体
北汽	E15011	铝合金动力总成箱体、机电壳体
长安	逸动电动版	安全横梁、控制臂
蔚来	ES8	全铝车身
路虎	揽胜	全铝车身

资料来源：旭升股份公司公告，电动网，华西证券研究所

表7 新能源车铝型材需求测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
我国新能源汽车产量(万辆)	368	650	1,000	1,300	1,600
单车铝用量(kg)	190	205	220	235	250
新能源汽车铝部件需求(万吨)	70	133	220	306	400

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

表8 汽车厂铝部件应用情况

铝部件应用情况	图示
防撞梁	
新能源汽车动力总成托架	
汽车摆臂	
悬置支架	

铝合金副车架



新能源汽车电池托架



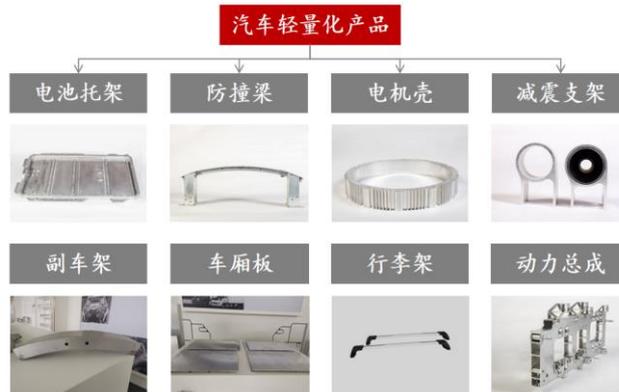
资料来源：招股说明书，公司公告，公司官网，华西证券研究所

表 9 铝在汽车轻量化中性能更优

特性	铝	钢	铜
密度	密度低(2.7g/cm ³)	密度较高(7.9g/cm ³)	密度较高(8.5-8.9g/cm ³)
比强度(强度/密度)	高	较高	一般
加工性能	加工性能好，可通过挤压生产型材	加工性能一般，必须通过机械加工或焊接实现复杂形状	加工性能一般，必须通过机械加工或焊接实现复杂形状
耐腐蚀性	难以腐蚀，在空气中自然形成防腐的氧化膜	容易腐蚀	在湿度高、酸或碱性介质下会产生腐蚀

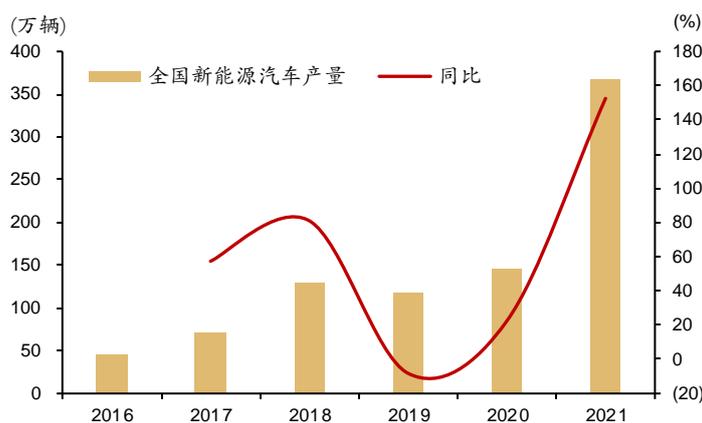
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 24 铝型材在新能源汽车中应用



资料来源：豪美新材官网，公司公告，华西证券研究所

图 25 新能源汽车产量

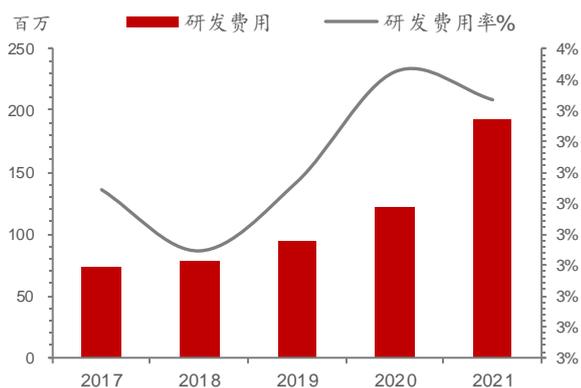


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2. 研发实力强劲，客户基础良好

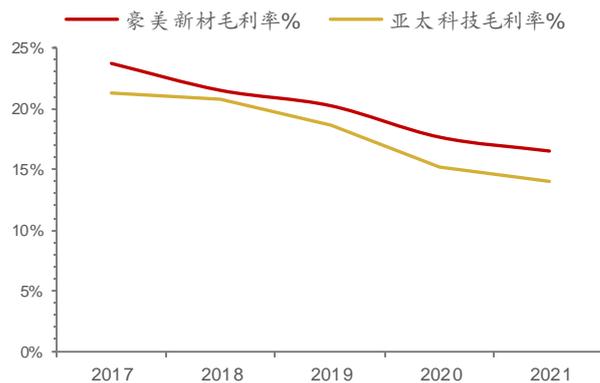
汽车铝型材包括电池托盘、电机壳、防撞梁、托架等多个细分品类，存在较高的认证壁垒，企业需要通过材料认证、定点项目过程审核、产品审核等一系列流程才能进入车企供应体系，因此研发周期较长，壁垒较高。公司拥有汽车轻量化研发中心，研发团队合计 240 余人，截止到 2021 年，公司拥有超过 250 件专利，主持与参加国家及行业标准 60 余项，通过 IATF16949 汽车质量体系证书，汽车轻量化产品力学性能优秀，折弯性能、压溃性能、长期热稳定性能远高于普通型材国标要求。

图 26 公司 17-21 年研发支出及比例



资料来源：公司公告，Wind, 华西证券研究所

图 27 公司汽车轻量化铝型材毛利率高于亚太科技



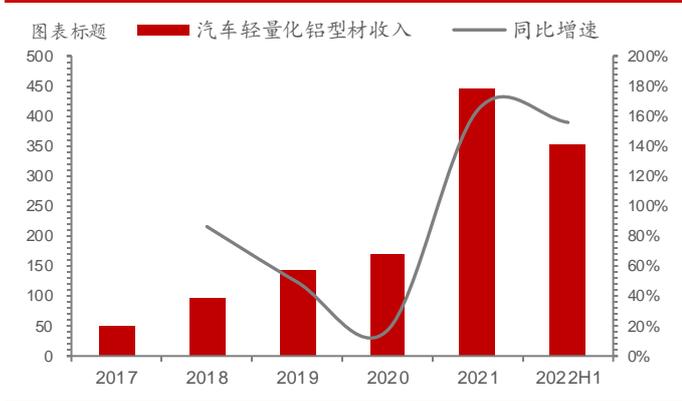
资料来源：公司公告，Wind, 华西证券研究所

客户基础良好，产品加速放量。根据公司公告，公司目前生产电池托盘、防撞梁、副车架、减震支架、动力托架、电机部件等 10 余种产品，取得了包括奔驰、宝马、丰田、本田、上汽通用、广汽菲亚特、广汽三菱、小鹏汽车、广汽新能源、吉利等多个欧美、日韩、国内整车品牌的 200 多个铝合金材料及部件项目定点。2022 年 1-6

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

月，汽车型材销售收入达到 3.5 亿元，同比增长 155.73%，占主营业务收入比重为 13.52%，主要因为上半年国内新能源汽车产销量的大幅增长以及前期定点项目逐步进入量产期。此外，2022 年 1-6 月，公司还导入 32 个定点项目，覆盖车型包括奔驰、宝马、丰田、本田等一线外资、合资品牌，广汽、长城、吉利、比亚迪等自主品牌，小鹏、蔚来等造车新势力汽车。我们判断公司汽车轻量化业务逐步进入快速发展阶段。

图 28 汽车轻量化铝型材收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 29 公司覆盖汽车轻量化品牌

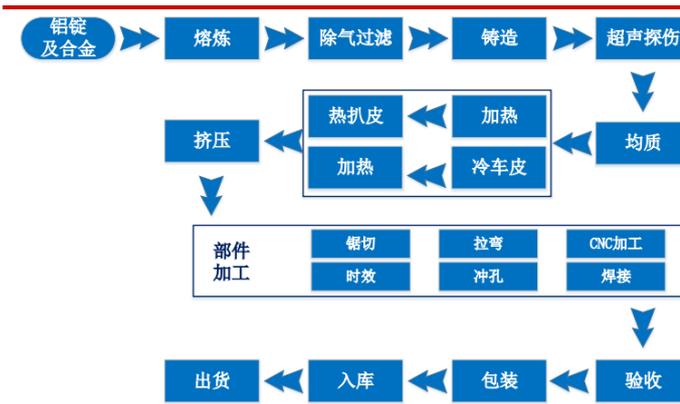


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

3.3. 铝部件占比预计上升，盈利能力增强

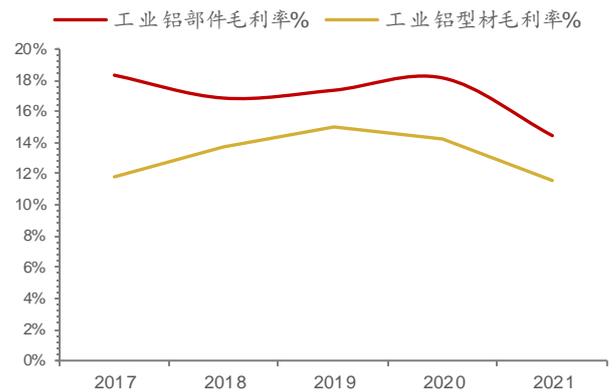
从铝材料产业链来看，汽车轻量化铝型材需要进行打孔等深加工形成部件，然后进行装配，根据公司 6 月投资者关系公告，目前公司汽车轻量化仍以坯料型材交货为主，发行可转债后，后续公司将进一步扩大机加工等后加工工序，提高附加值和毛利率。参考同样以铝型材、铝部件为主的鑫铂股份，其工业铝部件毛利率通常高于工业铝型材毛利率 3-4 个百分点左右，判断公司深加工能力加强后，汽车轻量化材料毛利率将进一步提升。此外，随着汽车轻量化铝型材/部件占比上升，公司工业类铝型材产能也将逐渐向毛利率更高的汽车轻量化材料倾斜，进一步提升公司盈利能力。

图 30 汽车铝部件生产工序



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 31 铝部件毛利率高于铝型材



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们预计公司铝型材销量将保持较快速度增长，成本有效控制，毛利率逐渐上升，销售费用及其他各项费用保持稳定。公司积极在产能方面的结构调整，收缩毛利低且壁垒小的建筑铝型材，业务逐渐向高毛利、高附加值的领域开拓。公司聚焦铝部件生产、工业型材（含汽车轻量化）以及系统门窗，基于以上业务公司有相对较强的优势，在未来将为公司的核心盈利增长点，且将在 2023 年逐步放量，增速明显。我们预计公司利润率总体保持上升趋势。预计 2022-2024 年，公司收入 64.39/76.44/86.84 亿元，EPS 0.25/1.31/1.83 元，对应 11 月 14 日 14.84 元收盘价 60.18/11.42/8.20x PE。

表 10 盈利预测

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
铝型材-合计					
收入	2,955	5,029	5,648	6,390	7,030
同比%	17.7%	70.2%	12.3%	13.1%	10.0%
成本	(2,578)	(4,486)	(5,132)	(5,680)	(6,219)
毛利率%	12.7%	10.8%	9.1%	11.1%	11.5%
其中：工业铝型材					
收入	1,246	2,184	2,620	3,144	3,459
成本	(1,145)	(2,029)	(2,463)	(2,915)	(3,196)
毛利率%	8.1%	7.1%	6.0%	7.3%	7.6%
其中：建筑铝型材					
收入	1,540	2,401	2,161	1,945	1,750
成本	(1,294)	(2,085)	(1,923)	(1,688)	(1,519)
毛利率%	16.0%	13.2%	11.0%	13.2%	13.2%
其中：汽车轻量化铝型材					
收入	168	445	867	1,300	1,820
成本	(139)	(371)	(720)	(1,077)	(1,504)
毛利率%	17.6%	16.5%	17.0%	17.2%	17.4%
系统门窗销售					
收入	258	302	483	918	1,285
成本	(161)	(207)	(328)	(597)	(835)
毛利率%	37.4%	31.4%	32.0%	35.0%	35.0%
门窗幕墙安装					
收入	223	260	299	328	361

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

成本	(186)	(224)	(258)	(284)	(312)
毛利率%	16.2%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
营业收入	3,437	5,600	6,439	7,644	8,684
同比%	15.8%	62.9%	15.0%	18.7%	13.6%
净利润	116	139	58	306	426
净利率%	3.4%	2.5%	0.9%	4.0%	4.9%
同比%	-30.7%	20.0%	-58.3%	426.9%	39.3%

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

我们选取了铝型材加工（含汽车轻量化）、幕墙、门窗五金等作为可比公司，可比公司平均估值为 15.1x 2023E PE 及 2.8x PB。首次覆盖给予“买入”评级。

表 11 可比公司估值（万得一致预期）

公司	2023E PE	PB
鑫铂股份	18.0	4.0
江河集团	10.4	1.2
明泰铝业	6.1	1.2
坚朗五金	25.9	4.7
平均	15.1	2.8

资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

需求不及预期：如果建筑和汽车需求不及预期，公司销量可能低于我们预期。

铝价快速上涨：如果铝价快速上涨，公司调价可能明显滞后，使得公司毛利率不及我们预期。

产能投放不及预期：如果公司产能投放节奏慢于预期，则公司销量增速可能低于预期。

系统性风险：公司估值和走势可能受到 A 股整体估值和走势影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5599.51	6438.51	7644.48	8684.49	净利润	137.74	57.43	302.60	421.37
YoY (%)	62.91%	14.98%	18.73%	13.60%	折旧和摊销	96.89	92.60	96.19	104.68
营业成本	4926.30	5727.81	6569.45	7375.74	营运资金变动	-672.73	-206.21	-395.24	-341.91
营业税金及附加	16.43	18.89	22.43	25.48	经营活动现金流	-332.82	36.21	83.75	277.97
销售费用	121.13	139.28	165.37	187.86	资本开支	-400.02	-310.03	-291.03	-291.03
管理费用	106.49	122.45	145.38	165.16	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	192.26	221.07	262.48	298.19	投资活动现金流	-396.32	-308.15	-289.15	-289.15
研发费用	71.16	84.03	91.68	105.25	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	债务募资	408.85	300.00	400.00	400.00
投资收益	1.87	1.87	1.87	1.87	筹资活动现金流	297.99	195.20	196.08	138.30
营业利润	138.39	67.22	319.94	449.04	现金净流量	-431.16	-76.74	-9.32	127.12
营业外收支	-1.20	-10.03	8.97	8.97					
利润总额	137.19	57.20	328.91	458.02	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	-0.55	-0.23	26.31	36.64	成长能力				
净利润	137.74	57.43	302.60	421.37	营业收入增长率	62.91%	14.98%	18.73%	13.60%
归属于母公司净利润	139.15	58.01	305.70	425.69	净利润增长率	20.03%	-58.31%	426.94%	39.25%
YoY (%)	20.03%	-58.31%	426.94%	39.25%	盈利能力				
每股收益	0.60	0.25	1.31	1.83	毛利率	12.02%	11.04%	14.06%	15.07%
					净利率	2.46%	0.89%	3.96%	4.85%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.76%	1.07%	5.01%	6.21%
货币资金	420.39	343.65	334.33	461.45	净资产收益率 ROE	6.25%	2.56%	12.43%	15.60%
预付款项	129.81	129.81	129.81	129.81	偿债能力				
存货	637.03	740.68	849.52	953.78	流动比率	1.23	1.15	1.12	1.12
其他流动资产	2038.86	2181.04	2567.10	2900.03	速动比率	0.94	0.85	0.84	0.85
流动资产合计	3226.09	3395.18	3880.76	4445.07	现金比率	0.16	0.12	0.10	0.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	55.75%	58.15%	59.76%	60.36%
固定资产	1462.61	1383.26	1446.68	1574.78	经营效率				
无形资产	260.22	254.25	248.29	242.32	总资产周转率	1.24	1.23	1.33	1.34
非流动资产合计	1807.20	2014.97	2219.14	2414.82	每股指标 (元)				
资产合计	5033.29	5410.15	6099.90	6859.89	每股收益	0.60	0.25	1.31	1.83
短期借款	1706.09	2006.09	2406.09	2806.09	每股净资产	9.57	9.73	10.56	11.72
应付账款及票据	527.91	613.80	703.99	790.40	每股经营现金流	-1.43	0.16	0.36	1.19
其他流动负债	390.48	344.21	353.67	362.55	每股股利	0.30	0.09	0.48	0.67
流动负债合计	2624.48	2964.10	3463.75	3959.03	估值分析				
长期借款	33.86	33.86	33.86	33.86	PE	25.09	60.18	11.42	8.20
其他长期负债	147.84	147.84	147.84	147.84	PB	2.15	1.54	1.42	1.28
非流动负债合计	181.69	181.69	181.69	181.69					
负债合计	2806.17	3145.79	3645.45	4140.73					
股本	232.77	232.77	232.77	232.77					
少数股东权益	-1.01	-1.60	-4.70	-9.02					
股东权益合计	2227.12	2264.35	2454.45	2719.16					
负债和股东权益合计	5033.29	5410.15	6099.90	6859.89					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

郁昞：CFA，建筑和建材行业研究员。天普大学金融工程硕士，曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。