

多利科技 (001311) 深度研究

特斯拉优质冲压件供应商，一体化压铸潜力巨大

2023 年 04 月 18 日

【投资要点】

- ◆ **国内汽车冲压零部件领跑者，紧跟新能源浪潮实现业绩快速增长。**公司自 2010 年成立以来，一直专注于汽车冲压零部件及相关模具的开发、生产与销售。公司从上汽系起家，在新能源大浪潮下，不断进行客户结构的转型，积极开发新能源整车客户。2021 年在第一大客户特斯拉的强势拉动，实现营收和归母净利润分别为 27.72 亿元和 3.86 亿元，同比分别增长 64.58%和 147.80%，特斯拉营收占比也从 2020 年的 13.30%上升至 36.61%。公司于 2023 年 2 月在深交所上市，IPO 项目将募集 20.27 亿元用于扩建生产基地和补充流动资金。我们认为随着特斯拉等新能源客户销量的快速增长和公司产能的进一步提升，公司依旧有望维持强势增长态势。
- ◆ **冲压业务优势显著，深度绑定特斯拉等头部新能源客户。**冲压作为整车生产制造的第一个环节，平均每辆车上约有 1500 个冲压件，单车价值量超过 1 万元。公司在冲压业务上具备明显优势，已成功解决高强度钢材在冷冲压过程中易回弹的问题，且具备自主开发模具的能力，有效降低了生产成本。目前国内冲压零部件行业格局相对分散，公司紧贴长三角和中部产业集群，与多家重点客户建立了良好的供货关系，同时深度绑定特斯拉等头部新能源客户，2022 年特斯拉和理想占公司总营收比重分别达到 47.23%和 11.60%，较 2021 年分别增长 10.62pct 和 2.04pct。
- ◆ **前瞻布局一体化压铸，优质布勒机赋能新业务。**传统的汽车车身（含底盘部分）绝大多数为钢制冲压焊接车身，而新兴的一体化压铸技术，使用一体成型对传统冲压焊接进行替代，在未来将会大量挤压传统冲压公司的生存空间。目前公司已经前瞻布局一体化压铸技术，在设备方面已经购置了 1 台 6100T 布勒压铸机，后续可能继续采购大型布勒压铸机，构建自身在一体化压铸领域的制造优势。考虑到一体化压铸零部件具有一定门槛，且竞争相对激烈，我们认为先发将会具有较强的优势。



挖掘价值 投资成长

买入 (首次)

目标价：101.66 元

东方财富证券研究所

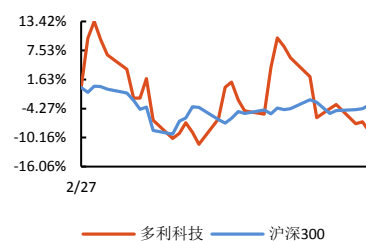
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：张科理

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	11664.24
流通市值 (百万元)	2916.06
52 周最高/最低 (元)	105.64/74.24
52 周最高/最低 (PE)	32.07/25.01
52 周最高/最低 (PB)	7.67/5.99
52 周涨幅 (%)	-7.36
52 周换手率 (%)	537.45

相关研究

【投资建议】

- ◆ 公司是国内冲压零部件领跑者，深度绑定特斯拉和理想等新能源头部客户，规模持续增长有强支撑。同时公司在一体化压铸领域积极布局，未来潜力巨大。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 33.55/43.47/57.79 亿元，归母净利润分别为 4.45/5.52/6.96 亿元，对应 EPS 分别为 3.16/3.91/4.94 元/股，对应 PE 分别为 26.11/21.07/16.71 倍。给予公司 2022 年 26 倍 PE，对应市值为 143.50 亿元，6 个月内目标价为 101.66 元，给予“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2772.08	3355.01	4346.67	5779.13
增长率(%)	64.58%	21.03%	29.56%	32.96%
EBITDA（百万元）	613.79	709.01	897.89	1137.72
归母净利润（百万元）	385.55	445.30	551.93	695.84
增长率(%)	147.80%	15.50%	23.95%	26.07%
EPS(元/股)	3.64	3.16	3.91	4.94
市盈率 (P/E)	22.66	26.11	21.07	16.71
市净率 (P/B)	6.17	6.35	4.79	3.69
EV/EBITDA	14.74	17.01	13.47	10.86

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 下游客户需求不及预期；
- ◆ 新能源汽车业务拓展不及预期；
- ◆ 一体化压铸进展不及预期；
- ◆ 原材料价格波动风险。

1、关键假设

- ◆ **冲压零部件：**公司绝大数营收来自冲压零部件业务，2022 年前五大客户分别为特斯拉、理想、上汽集团、上汽通用和上汽大众，虽然来自新能源客户的营收表现亮眼，但是上汽系传统客户拖累较大；公司在 2023 年和 2024 年新能源客户占比有望进一步提升，且特斯拉产能需求持续释放，公司营收增长有望加速。预计 2022-2024 年的营收增速分别为 21.08%/29.75%/32.97%，对应营业收入分别为 29.94/38.85/51.66 亿元；考虑到规模扩张后，公司可能会需要接一些毛利率相对较低的产品，我们认为整体毛利率可能会被摊薄，预计 2022-2024 年的毛利率分别为 20%/19.5%/19%。
- ◆ **冲压模具：**公司当前冲压模具规模相对较小，有望跟随零部件业务持续加速增长，预计 2022-2024 年的营收增速分别为 20.00%/24.87%/29.58%，对应营业收入分别为 1.43/1.79/2.33 亿元；考虑到规模扩张后，公司可能会需要接一些毛利率相对较低的产品，我们认为整体毛利率可能会被摊薄，预计 2022-2024 年的毛利率分别为 10%/9.5%/9%。
- ◆ **其它业务：**公司其它业务主要是来自生产的边角废料，我们这里简化计算，考虑其增速与冲压零部件增速大致相当。预计 2022-2024 年的营收增速分别为 21.01%/30.00%/34.89%，对应营业收入分别为 2.17/2.83/3.81 亿元；毛利率水平维持不变，预计 2022-2024 年的毛利率均为 97%。
- ◆ **合计：**将以上三项业务加总，得到公司 2022-2024 年的营收分别为 33.55/43.47/57.79 亿元，营收增速为 21.03%/29.56%/32.96%，毛利率为 24.55%/24.13%/23.75%。

主营业务拆分及预估（单位：百万）

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
冲压零部件				
营业收入 (百万元)	2472.87	2994.15	3884.91	5165.77
YoY	62.56%	21.08%	29.75%	32.97%
毛利率	20.08%	19.98%	19.50%	19.00%
冲压模具				
营业收入 (百万元)	119.50	143.40	179.06	232.03
YoY	91.72%	20.00%	24.87%	29.58%
毛利率	10.45%	10.00%	9.50%	9.00%
其它业务				
营业收入 (百万元)	179.71	217.46	282.70	381.33
YoY	78.27%	21.01%	30.00%	34.89%
毛利率	97.11%	97.00%	97.00%	97.00%
总计				
营业收入 (百万元)	2772.08	3355.01	4346.67	5779.13
YoY	64.58%	21.03%	29.56%	32.96%
毛利率	24.65%	24.55%	24.13%	23.75%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2、创新之处

- ◆ 市场对公司在冲压领域优势认知不足。首先公司在冲压焊接积累了丰富的技术实践经验，可应用于轻量化车型的生产；其次公司有成熟的模具开发生产工艺，可以提高产品的精度，有效控制整体生产成本；最后公司下游客户优质，以特斯拉和理想为首的新能源客户市场占有率持续提升，带动公司规模持续增长。包括从毛净利率水平来看，公司整体的经营状况领先于冲压行业整体水平。
- ◆ 市场对公司一体化压铸业务认知不全。公司于 2021 年 5 月就订购了布勒 6100T 的设备，属于行业内较早去布局一体化压铸的零部件供应商。同时考虑到一体化压铸在远期必然会对冲压工艺进行替代，对公司而言去拓展一体化压铸是必然选择，而且公司在设备、团队和客户上都有着非常大的优势，同时依靠强势的主业，我们认为公司非常有机会在新兴的一体化压铸产业中脱颖而出。

3、潜在催化

- ◆ **以特斯拉为首的下游新能源客户高速增长：**当前新能源车渗透持续提升，随着特斯拉等一众车企开始降价，公司下游的头部新能源客户有望抢占更多市场份额，带动公司主营业务快速增长。
- ◆ **一体化压铸业务进展加速：**公司目前在一体化压铸领域布局较早，且依靠在冲压领域和主流新能源车企的良好合作关系，我们认为公司是更有可能拿到一体化压铸车型的订单。

正文目录

1. 国内汽车冲压零部件领跑者，业绩快步增长	6
1.1. 国内优质汽车冲压零部件制造商	6
1.2. 客户结构优质，股权结构稳定	7
1.3. 拥抱新能源，业绩快速增长	8
1.4. IPO 项目助力公司再上新台阶	9
2. 聚焦冲压业务，特斯拉等优质客户带动规模增长 错误!未定义书签。	
2.1. 冲压件单车价值量高，模具自主开发降低成本	11
2.2. 国内汽车产业集群式发展，冲压零部件行业格局相对分散	12
2.3. 深度绑定特斯拉，新能源客户占比提升	14
3. 前瞻布局一体化压铸，公司新业务潜力巨大	15
3.1. 冲压公司转型一体化压铸是必然	15
3.2. 优质布勒机有望成为公司竞争力之一	16
3.3. 一体化压铸零部件具有一定门槛，竞争相对激烈	16
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	19

图表目录


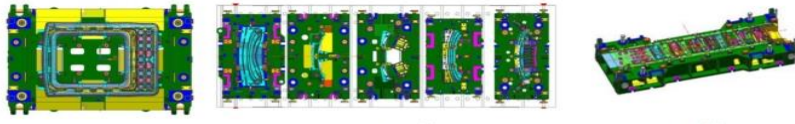
图表 1: 公司主要业务及产品	6
图表 2: 公司发展历程	7
图表 3: 公司与车企建立合作关系的历程	7
图表 4: 公司股权结构图 (2023.04.12)	8
图表 5: 公司营业收入及同比增速	8
图表 6: 公司归母净利润及同比增速	8
图表 7: 公司与同行业毛利率情况对比	9
图表 8: 公司与同行业净利率情况对比	9
图表 9: 公司费用率情况	9
图表 10: 公司原有产能情况	10
图表 11: 公司 IPO 募投用途	10
图表 12: 多利科技汽车冲压零部件应用	11
图表 13: 冷冲压和热冲压对比	12
图表 14: 汽车冲压件生产流程	12
图表 15: 多利科技汽车冲压模具——多工位模	12
图表 16: 六大汽车产业集群及多利科技布局	13
图表 17: 国内冲压件公司	13
图表 18: 公司前五大客户变化 (2019-2022H1)	15
图表 19: 常青股份布局一体化压铸	16
图表 20: 博俊科技布局一体化压铸	16
图表 21: 布勒第一台 9200T 压铸机下线	16
图表 22: 国内一体化压铸件厂商情况说明	17
图表 23: 主营业务拆分及预估 (单位: 百万)	18
图表 24: 行业可比公司估值 (截止到 2023 年 4 月 12 日)	18
图表 25: 多利科技盈利预测	错误!未定义书签。

1. 国内汽车冲压零部件领跑者，业绩快步增长

1.1. 国内优质汽车冲压零部件制造商

公司主营业务为汽车冲压零部件及相关模具的开发、生产与销售，主要产品为冲压零部件、冲压模具等。公司前上海多利早在 1992 年就已成立，是国内较早开始生产汽车冲压零部件的企业之一，深耕该领域二十余年，积累了雄厚的实力和良好的声誉。公司具有较强的模具设计开发能力、自动化生产能力、同步开发创新能力和整体配套方案设计制造能力，能够满足整车制造商不同阶段的开发要求。

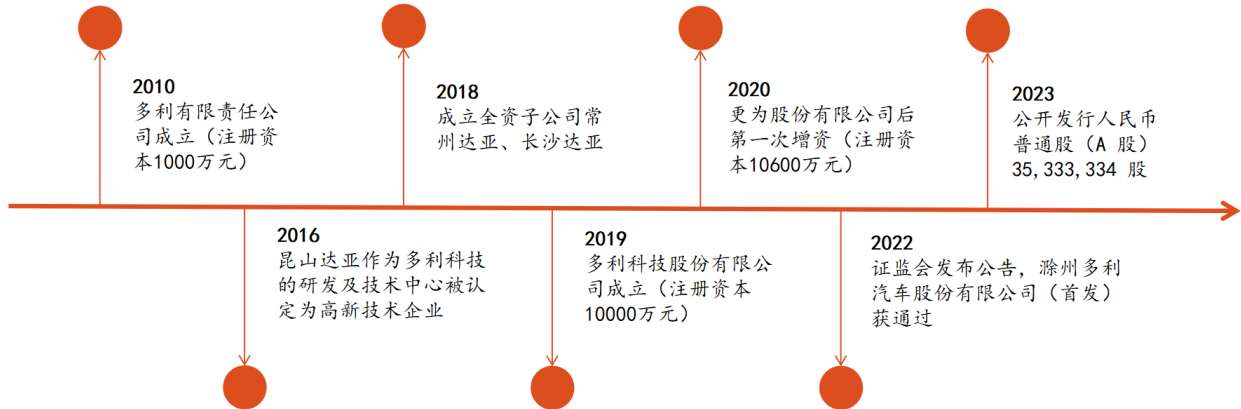
图表 1：公司主要业务及产品

业务板块	应用领域	主要产品	产品图片
冲压零部件	汽车覆盖件、白车身系统等	前后纵梁、水箱板总成、天窗框、轮罩、门窗框等	 <p>前纵梁 水箱板总成 轮罩 门窗框</p>
冲压模具	汽车车身零部件的快速冲压	单冲模、多工位模、级进模	 <p>单冲模 多工位模 级进模</p>

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

公司自设立以来一直专注于主营业务，并高度重视自主研发和科技创新，在国内汽车冲压零部件及冲压模具领域持续保持竞争优势。公司注册于 2010 年 6 月 7 日，公司于 2018 年开始进行资产重组，并于 2019 年 12 月股改为多利科技股份有限公司。现已下设 10 家全资子公司，其与各子公司分工明确，业务之间具有协同性。公司获得多项荣誉，曾被评为“滁州市创新型企业”、“智慧双创、智能制造示范企业”和“市直十佳工业企业”，其下属全资子公司昆山达亚曾被评为国家高新技术企业，并获得获“蔚来质量卓越合作伙伴”、“理想汽车全球合作伙伴大会合作共赢奖”等奖项。2023 年 2 月，公司向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）35,333,334 股，用于与公司主营业务相关的募集资金投资项目。

图表 2：公司发展历程

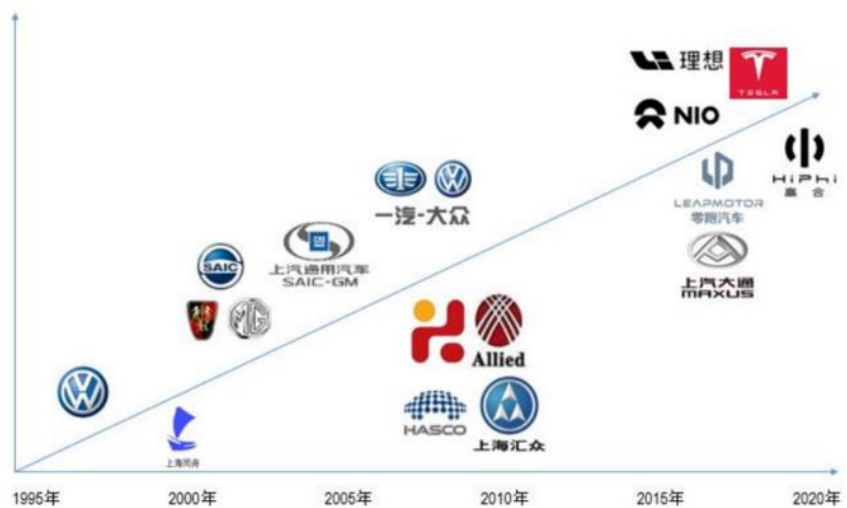


资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

1.2. 客户结构优质，股权结构稳定

客户结构优质，特斯拉占公司总营收近一半。公司从上汽系起家，在新能源大浪潮下，不断进行客户结构的转型，积极开发新能源整车客户。目前已经与特斯拉、理想、蔚来、高合等国内外优质新能源客户建立良好关系。从客户结构来看，2019年，公司主要客户还是上汽大众、上汽通用等传统整车制造商，到2022年，新能源整车制造商特斯拉与理想汽车已跻身公司的前五大客户之列，对应营业收入分别为15.85亿元和3.89亿元，占总营收比重分别为47.23%和11.60%。

图表 3：公司与车企建立合作关系的历程

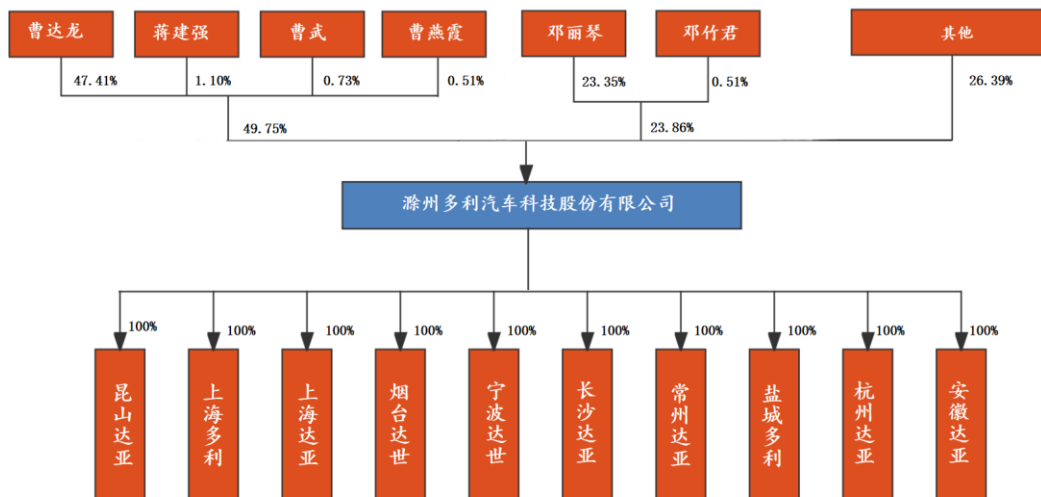


资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

股权结构稳定，实控人为曹达龙先生，董事长为邓丽琴女士。公司2010年成立之初，股东为达龙和邓丽琴，占总股本比分别为67%和33%，经过多年的发展，上市之后大股东依旧为曹达龙和邓丽琴。目前曹达龙先生为公司实控人，持有公司47.41%的股份，其一致行动人分别为邓丽琴（23.35%，公司董

事长)、蒋建强 (1.10%)、曹武 (0.73%)、曹燕霞 (0.51%)、邓竹君 (0.51%)。公司共有十家子公司,除杭州达亚和安徽达亚是 2022 年新投建之外,其余子公司都正常生产经营。

图表 4: 公司股权结构图 (2023.04.12)

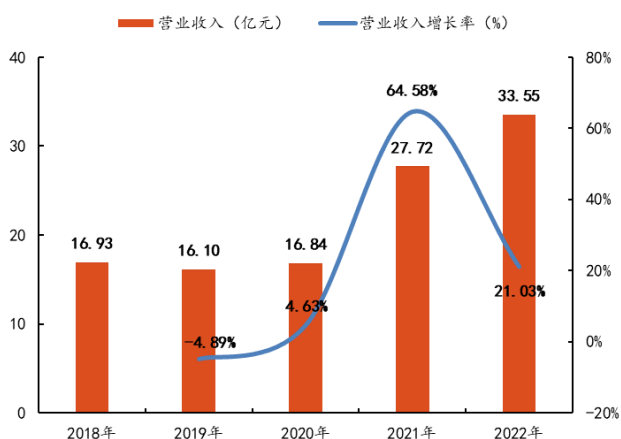


资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

1.3. 拥抱新能源, 业绩快速增长

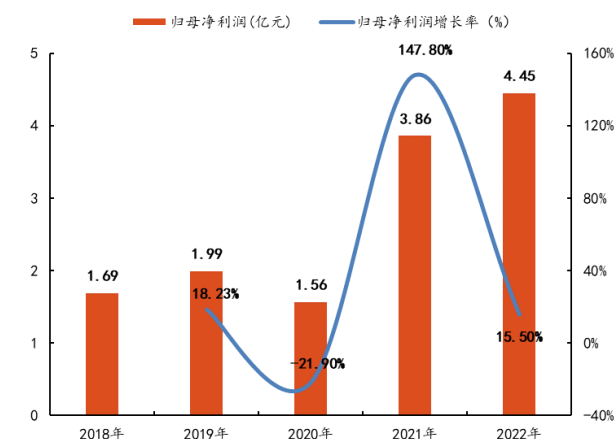
紧跟特斯拉等新能源客户, 规模实现快速增长。公司作为汽车冲压零部件供应商, 其规模发展与下游整体车市和客户结构密切相关。2018-2020 年整体车市均处于弱下滑阶段, 所以公司营收和利润端均维持平稳, 营收在 16 个亿的水平, 归母净利润在 1.5-2 个亿的水平。而随着 2021 年车市的复苏, 特别是第一大客户特斯拉的强势拉动, 公司营收和利润实现跨越式增长。公司 2021 年实现营业收入 27.72 亿元, 同比增长 64.58%; 实现归母净利润 3.86 亿元, 同比增长 147.80%。我们认为随着特斯拉等新能源客户销量的快速增长, 公司依旧有望维持强势增长态势。

图表 5: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Choice多利科技深度资料, 东方财富证券研究所

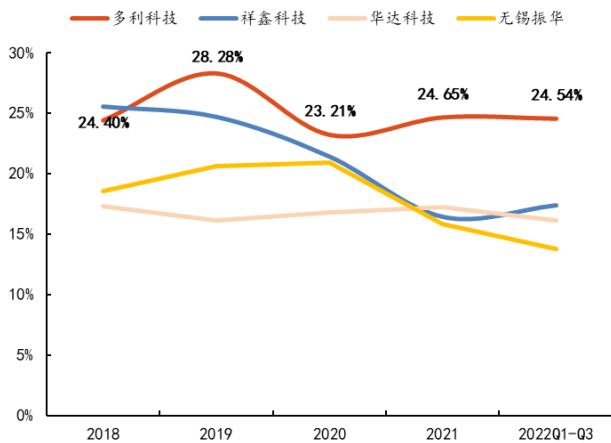
图表 6: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Choice多利科技深度资料, 东方财富证券研究所

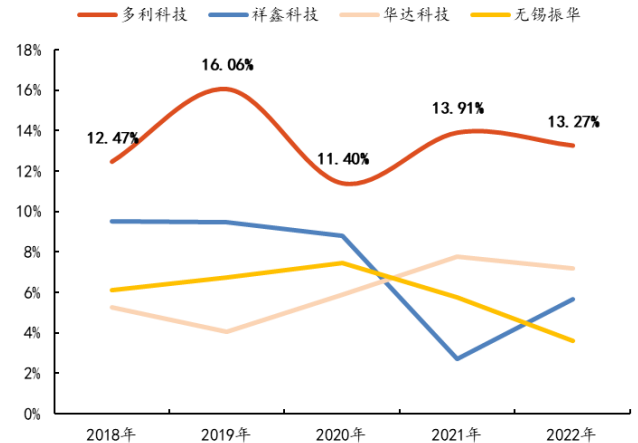
公司毛净利率处于行业较高水平。虽然近五年来，国内整体汽车市场相对复杂，但由于公司下游客户结构优质，毛净利率依旧维持较好水平。2018-2022年毛利率均在23%以上，行业内其它公司多在15%-20%之间；净利率均在11%以上，行业内其它公司多在4%-8%之间；公司毛净利率高于行业平均水平5%左右。

图表 7：公司与同行业毛利率情况对比



资料来源：Choice各公司深度资料，东方财富证券研究所（注：多利科技使用的是2022年全年毛利率）

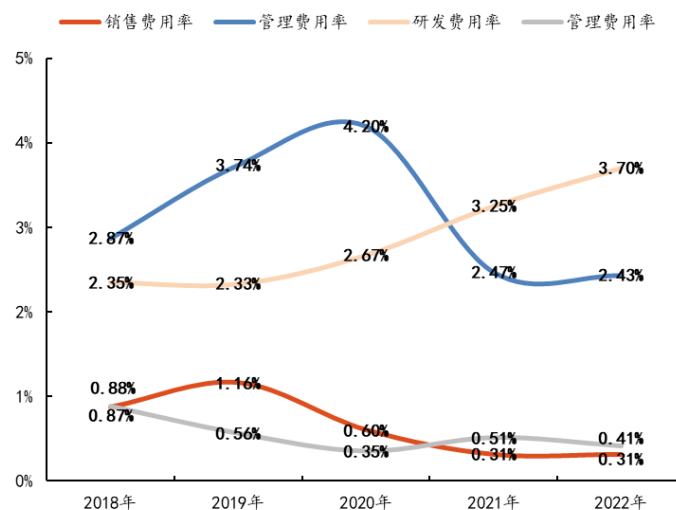
图表 8：公司与同行业净利率情况对比



资料来源：Choice各公司深度资料，东方财富证券研究所（注：多利科技使用的是2022年全年净利率）

公司各项费用率管控良好。公司在费用率端成本管控得当，销售、管理、财务费用率从2018年的0.87%、2.87%和0.88%分别降至2022年的0.31%、2.43%和0.41%；而在研发端公司持续加大投入，从2018年的2.35%持续增加至2022年的3.70%。

图表 9：公司费用率情况



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

1.4. IPO 项目助力公司再上新台阶

公司目前产能相对紧张，产能利用率处于饱和状态。公司采取“以销定产”

和“安全库存”的模式，目前总体产能趋于饱和状态。从2019-2022年上半年的情况来看，公司产能利用率分别为98.13%、93.30%、126.88%和106.48%，产能利用率持续维持在高位。在目前汽车产业集群分布的背景下，公司的产能总体上适应整车制造商的订单需求，未来随着IPO募集资金投资项目的逐步落成投产，公司产能紧张的现状将得到缓解。

图表 10：公司原有产能情况

项目	2022年1-6月	2021年度	2020年度	2019年度
理论冲压次数（万次）	7442.16	12904.32	11689.92	11601.92
实际冲压次数（万次）	7924.27	16372.93	10906.49	11385.10
产能利用率（%）	106.48%	126.88%	93.30%	98.13%

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

本次IPO项目合计募集资金20.27亿元，加上小部分自有资金，将共投入23.94亿元用于扩建滁州、常州、昆山、盐城四个生产基地和补充流动资金。项目完成后，滁州多利将年新增2300万件冲压件；常州达亚将年新增1320万件冲压件、31万套焊接件；昆山达亚将年新增3160万件冲压件、20万套电池托盘；盐城多利将年新增1200万件车身及底盘零部件；另外其中3亿资金将用于补充流动资金。

图表 11：公司 IPO 募投用途

序号	项目名称	项目总投资（亿元）	募集资金（亿元）	内部收益率（税后）	项目回收期（税后）	新增产能	项目覆盖区域
1	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	6.01	4.91	12.62%	8.70年	年新增2300万件冲压件	上汽大众（南京、仪征）、上汽大通（南京）、蔚来汽车等
2	常州达亚汽车零部件有限公司汽车零部件生产项目	5.15	3.84	15.38%	7.55年	一期已完成，年新增上汽大通SV63车型6万套、理想汽车M01车型15万套焊接件；二期将年新增1320万件汽车冲压件和10万套焊接件	理想汽车、上汽大通（无锡）等
3	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	3.06	2.49	12.27%	8.89年	年新增20万套电池托盘、1560万件冲压件	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉等
4	盐城多利汽车零部件有限公司汽车零部件制造项目	4.33	3.66	12.18%	8.81年	年新增1200万件车身及底盘零部件	华人运通、上汽大众、上汽乘用车等
5	昆山达亚汽车零部件有限公司冲压生产线技改项目	2.39	2.37	12.94%	8.62年	年新增1600万件冲压件	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉、理想汽车等
6	补充流动资金项目	3.00	3.00	-	-		

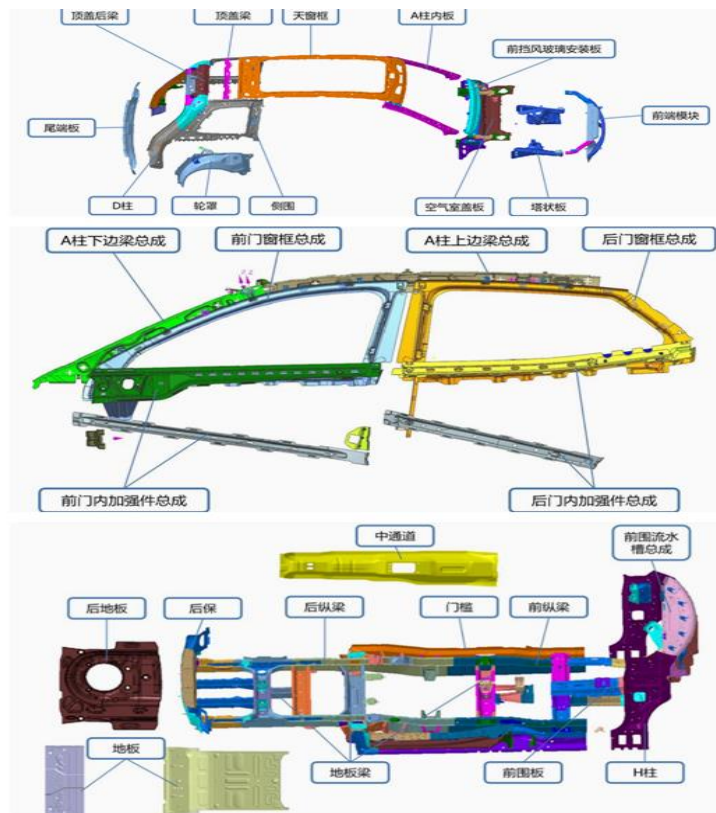
资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

2. 聚焦冲压业务，特斯拉等优质客户带动规模增长

2.1. 冲压件单车价值量高，模具自主开发降低成本

冲压是整车生产制造的第一个环节，与焊接、涂装、总装并列为汽车制造四大工艺。冲压指的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（冲压件）的成形加工方法；冲压工艺的主要原材料为车用钢材、铝材，主要为冷轧钢、镀锌钢、铝板材等卷料或者板料；广泛应用于车身覆盖件、车内支撑件、结构加强件、座椅系统、仪表系统及排气系统等。目前汽车制造中有 60%-70% 的金属零部件需要冲压加工成型，平均每辆车上约有 1500 个冲压件，单车价值量超过 1 万元。

图表 12：多利科技汽车冲压零部件应用



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

冲压成型技术主要包括冷冲压技术和热冲压技术。冷冲压主要是在常温下利用压力机、模具对板材进行压力性加工，使其产生分离或者变形，从而获得所需的产品；热冲压是将钢板加热至奥氏体化状态，快速转移到模具中高速冲压成形，在保证一定压力的情况下，制件在模具本体中以大于 27°C/s 的冷却速度进行淬火处理，保压淬火一段时间，以获得具有均匀马氏体组织的超高强度零件。汽车行业目前运用最多的依然为传统的冷冲压技术，但冷冲压方式可能会导致最终成型零件的回弹以及模具的磨损等问题，公司已解决了超高强度钢材在冷冲压过程中易回弹的问题，提高了产品尺寸精度和合格率，降低了生产成本。

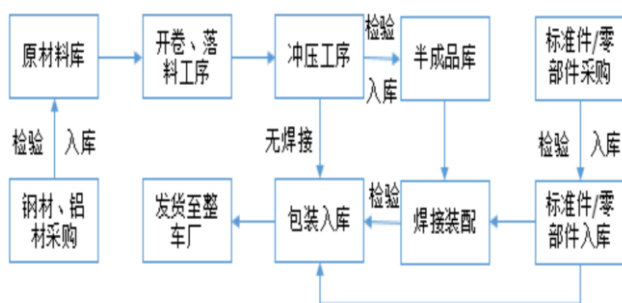
图表 13：冷冲压和热冲压对比

冲压工艺名称	工序	优点	缺点
冷冲压	<p>分离→塑性形变</p> <p>分离工序:使冲压件与板料沿要求的轮廓相互分离,并获得一定断面质量。</p> <p>塑性变形工序:使冲压毛坯在不破裂的条件下发生塑性变形,获得要求的形状、尺寸的零件。</p>	<p>1. 生产率高。大型汽车冲压件的生产可达到每分钟数件; 高速冲压小型制件, 每分钟可达上千件。</p> <p>2. 材料利用率高。</p>	<p>1. 超高强度钢材在冷冲压过程中易回弹;</p> <p>2. 模具制造周期长;</p> <p>3. 制造成本高;</p>
热冲压	<p>落料→奥氏体化→转移→冲压和淬火→后续处理</p> <p>落料:把板材冲压出所需外轮廓坯料。</p> <p>奥氏体化:加热和保温两个阶段。目的是将钢板加热到一个合适的温度,使钢板完全奥氏体化,并且具有良好的塑性。</p> <p>转移:将加热后的钢板从加热炉中取出放进热成形模具中。</p> <p>冲压和淬火:冲压成型;淬火使零件形成均匀的马氏体组织,获得良好的尺寸精度和机械性能。</p>	<p>1. 材料强度高, 强度高达 1500MPa;</p> <p>2. 回弹系数大大降低。</p>	<p>1. 废品率升高;</p> <p>2. 耗能增加;</p> <p>3. 技术门槛和投资门槛高。</p>

资料来源：森蔚汽车，东方财富证券研究所

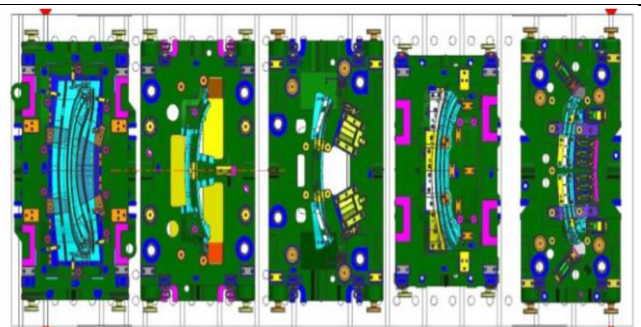
公司具备自主开发模具的能力，可以有效降低生产成本。模具是冲压生产工艺的核心设备，是一种装在压力机上的生产工具，通过压力机能把金属或非金属材料制出所需形状和尺寸的零件或制品。汽车上 90%的零部件都需要依靠模具成形，制造一辆普通轿车一般需要约 1500 个模具。乘用车冲压件模具设计和制造时间约占汽车开发周期的 2/3，每款全新车型所需汽车冲压件模具约 450 标准套，每款改款车型平均约 25%的模具需要更换，具有尺寸大、型面复杂、精度要求高、品类繁多、开发周期长等特点，是乘用车换型的主要制约因素。汽车冲压件模具按工序组合程度可分为单冲模、多工位模、级进模。冲压模具的设计开发和加工能力对汽车冲压零部件产品总制造成本、质量及性能具有决定性作用。

图表 14：汽车冲压件生产流程



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

图表 15：多利科技汽车冲压模具——多工位模



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

2.2. 国内汽车产业集群式发展，冲压零部件行业格局相对分散

汽车工业呈现集群式发展，公司紧贴长三角和中部产业集群。目前国内汽

车工业已经形成长三角、珠三角、中部、西南、环渤海以及东北六大汽车产业集群，其中新能源汽车产业以长三角、珠三角和中部最为集中。目前公司重点紧贴长三角和中部产业集群，先后在上海安亭、江苏昆山、安徽滁州、浙江宁波、江苏常州、上海临港、江苏盐城、浙江杭州和安徽六安等地进行配套布点，与产业集群内重点客户上汽、特斯拉、蔚来等均建立良好的供货关系。

图表 16：六大汽车产业集群及多利科技布局

产业集群	代表性整车企业	公司布局	配套整车制造商
长三角产业集群	特斯拉、上海通用、上汽集团、上汽大众、南汽集团、吉利汽车等	上海多利、上海达亚、 昆山达亚、宁波达世、 常州达亚、盐城多利、 杭州达亚	主要配套上汽大众、上汽乘用车、 特斯拉、上汽乘用车、特斯拉、 华人运通、零跑汽车、理想汽车、 上汽大通无锡分公司等
西南产业集群	长安福特、长安汽车、上汽通用五菱、北汽银翔、北京现代、力帆汽车、东风小康、一汽大众、一汽丰田、吉利汽车、沃尔沃、东风神龙等	-	-
珠三角产业集群	小鹏汽车、理想汽车、广州本田、广汽集团、广州丰田、骏威客车等	-	-
东北产业集群	一汽集团、一汽大众、哈飞集团、华晨宝马、华晨汽车等	-	-
中部产业集群	蔚来汽车、东风神龙、上海通用、东风本田等	多利科技、长沙达亚、 安徽达亚、滁州多利	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、上汽大众长沙分公司等
环渤海产业集群	北京汽车集团、北京现代、北京吉普、北京奔驰、天津一汽夏利、天津一汽丰田等	烟台达世	主要配套上汽通用东岳等

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

汽车冲压件种类繁多，整体行业集中度较低。冲压件企业主要分为三类：第一类为国外汽车巨头在国内的合资企业，其生产技术较为先进，居于早期市场龙头地位；第二类为以多利科技、华达科技、黎明股份、常青股份等为代表的国内大型民营冲压件生产企业，其已形成一定规模，具有自主模具设计制造能力和成本竞争力；第三类为数量众多的中小型冲压件厂商，其研发能力、生产技术等较弱，模具开发能力不足，效益较低。受到资产较重，产品种类复杂，毛利率下降等因素影响，龙头企业将会有较强意愿通过扩张强化规模效应，进一步提高行业集中度。我们列举了国内 10 家冲压件上市公司，可以看出多利科技在冲压领域从规模和毛利率水平来看，都具备相当的竞争优势。

表 17：国内冲压件公司

公司	主营业务	主要客户	2022 年前三季度 营业收入	2022 年前三季 度毛利率
多利科技	主要冲压产品包括前纵梁、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，汽车冲压模具主要用于配套生产汽车冲压零部件	特斯拉、理想、蔚来、领跑、华人运通、上汽大众等汽车零部件供应商有新朋股份、上海同舟、上海安莱德、华域车身、上海汇众等	33.55 亿元 (2022 年全年)	24.54% (2022 年全年)

长华集团	主要产品为汽车冲焊件和紧固件，冲焊件包括行李箱后挡板、后地板右上横梁、天窗加强板总成等，紧固件包括螺栓、螺母等	东风本田、一汽大众、上汽通用、上汽大众、长城汽车、广汽本田、广汽丰田、上汽集团、东风日产、日产中国、奇瑞汽车、江铃汽车、长安福特等	12.76 亿元	14.90%
博俊科技	主要产品为冲压产品、商品模产品和注塑产品，冲压产品包括传动类、框架类和其他，注塑产品包括汽车天窗、门窗等注塑组件	蒂森克虏伯、麦格纳、福益、耐世特、凯毅德、德尔福、伟巴斯特、科德等汽车零部件供应商	8.37 亿元	21.37%
华达科技	主要冲压产品包括前座内侧加强板、保险杠支架、后防撞梁总成、B 柱总成等	上汽大众、一汽大众、上汽通用、广汽本田、广汽三菱、广汽丰田等	35.20 亿元	16.16%
祥鑫科技	主要产品为金属结构件和精密冲压模具，金属结构件包括汽车冲压件、数控钣金件和其他结构件	佛吉亚、法雷奥、奥钢联、马勒、安道拓等汽车零部件供应商	29.58 亿元	17.40%
无锡振华	主要产品为汽车冲压及焊接零部件、冲压模具	上汽集团、上汽通用、上汽大众、神龙汽车等整车制造商，以及联合电子、爱德夏、考泰斯等汽车零部件供应商	12.45 亿元	13.80%
英利汽车	主要产品为金属零部件、非金属零部件和模具，金属零部件包括仪表板骨架、防撞梁、门槛以及其他车身冲压件等，非金属零部件包括前端框架、车底护板、备胎仓等	一汽大众、北京奔驰、上汽大众、上汽通用、吉利汽车、沃尔沃亚太、华晨宝马、广汽菲克等	35.16 亿元	9.61%
金鸿顺	主要产品包括车身零部件、底盘零部件和冲压模具	上汽大众、广汽集团；德国本特勒、博士集团、大陆集团等汽车零部件供应商等	3.60 亿元	11.11%
黎明股份	主要产品为汽车车身零部件和相关模具	上汽通用、上汽大众等整车制造商以及汽车零部件供应商	8.25 亿元	22.58%
常青股份	公司主要产品包括车身零部件和底盘零部件	江淮汽车、福田戴姆勒、奇瑞汽车、北汽集团、比亚迪等	23.79 亿元	14.82%

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

2.3. 深度绑定特斯拉，新能源客户占比提升

新能源转型成功，特斯拉营收占比高。从公司历年的客户结构来看，对于前五大客户的依赖相对较高，占公司历年总营收在 80%左右的水平。2019 年公司主要客户营收还是来自于上汽系，共实现营收 10.27 亿元，占公司总营收比重为 65.24%。在新能源浪潮下公司客户结构逐步转型，以特斯拉为首的新能源客户开始贡献主要的增量。2022 上半年，公司前二客户分别为特斯拉和理想汽车，占公司总营收比重分别为 44.56%和 12.34%。

图表 18：公司前五大客户变化（2019-2022H1）

期间	序号	客户名称	金额	占营业收入的比重
2022H1	1	特斯拉	6.15	44.56%
	2	理想汽车	1.70	12.34%
	3	上汽集团	1.53	11.09%
	4	上汽通用	0.94	6.78%
	5	上汽大众	0.83	6.02%
			合计	11.16
2021	1	特斯拉	10.15	36.61%
	2	上汽集团	3.75	13.51%
	3	上汽通用	2.79	10.07%
	4	理想汽车	2.65	9.56%
	5	上汽大众	1.92	6.94%
			合计	21.26
2020	1	上汽集团	3.82	22.67%
	2	上汽通用	2.85	16.92%
	3	上汽大众	2.47	14.65%
	4	特斯拉	2.22	13.20%
	5	新朋股份	1.99	11.80%
			合计	13.35
2019	1	上汽大众	3.62	22.51%
	2	上汽通用	3.45	21.46%
	3	上汽集团	3.42	21.27%
	4	新朋股份	2.67	16.57%
	5	上海同舟	0.89	5.54%
			合计	14.06

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

3. 前瞻布局一体化压铸，公司新业务潜力巨大

3.1. 冲压公司转型一体化压铸是必然

传统冲压焊接车身将被替换，冲压公司必然将业务转型。传统的汽车车身（含底盘部分）绝大多数为钢制冲压焊接车身，中高端车型部分会使用钢铝混合车身或者全铝车身，但多数也是使用焊接和铆接的方式。而新兴的一体化压铸技术，使用一体成型对传统冲压焊接进行替代，这将会大量挤压传统冲压公司的生存空间，我们认为未来大多数冲压公司必然都将向一体化压铸车身转型。从现有的情况来看，除了多利科技之外，像冲压公司常青股份、博俊科技等均在一体化压铸领域有所布局。

图表 19：常青股份布局一体化压铸



资料来源：压铸周刊，东方财富证券研究所

图表 20：博俊科技布局一体化压铸



资料来源：压铸周刊，东方财富证券研究所

3.2. 优质布勒机有望成为公司竞争力之一

优质布勒机有望给一体化压铸件生产制造赋能。随着大型一体化压铸产业的快速发展，上游压铸机厂商也纷纷加大研发投入，研制出 6000T 以上超大吨位的压铸机。布勒作为全球压铸机龙头，拥有着 90 多年压铸机的生产历史，以高品质著称，近期第一台 9200T 压铸机也是正式下线。考虑到目前一体化压铸产业不太成熟，存在压铸件良品率低的问题，使用优质的布勒机有望给一体化压铸件生产赋能。目前国内拥有 6000T 以上布勒机压铸机的零部件厂商比较稀缺，主要有多利科技、宜安科技、福然德等。公司目前已经拥有 6100T 布勒机，后续可能继续采购大型布勒压铸机，构建自身在一体化压铸领域的制造优势。

图表 21：布勒第一台 9200T 压铸机下线



资料来源：压铸周刊，东方财富证券研究所

3.3. 一体化压铸零部件具有一定门槛，竞争相对激烈

一体化压铸入局玩家较多，竞争相对激烈。一体化压铸件的制造商主要有整车厂和零部件两方势力，目前除特斯拉外，大多数整车厂在当下不具备单独研发的能力，因此国内多是整车厂委托压铸厂进行生产或者整车厂与压铸厂共

同研发生产。一体化压铸行业由于市场前景广阔，当前入局玩家也非常多，其中文灿股份、广东鸿图、拓普集团、多利科技、重庆美利信走在行业前列。对于一体化压铸厂而言，壁垒相对较高，主要有以下三点。**1) 资金壁垒。**新建1条10万左右产能的一体化压铸件生产线大概需要近1亿元，对于大多数净利润只有几个亿的零部件厂商而言资金压力巨大。**2) 制造工艺壁垒。**一体化压铸生产的大多数是大型车身结构件，对于产品精度要求严格，目前存在良品率较低的情况。**3) 运输半径壁垒。**一体化压铸件运输成本非常高，每件单公里运输费能达到100元左右，所以压铸厂最好是能够就近整车厂生产。

图表 22：国内一体化压铸件厂商情况说明

名称	客户	大吨位压铸机来源	大吨位压铸机数量	一体化压铸件进展情况
文灿股份	蔚来、问界	力劲科技	2台6000T, 2台7000T, 2台9000T	2021年11月6000T完成压铸机半片式后地板的试制，蔚来ET5 A点供应商，后续与问界合作开发一体化压铸后底板。
广东鸿图	小鹏	力劲科技	1台6800T, 1台12000T	2022年1月6800T压铸机完成底盘一体化结构件试制。
拓普集团	高合	力劲科技	6台7200T	2022年2月7200T压铸机完成一体化压铸后舱试制。
多利科技	蔚来	布勒	1台6100T	蔚来ET5 B点供应商
重庆美利信	蔚来	海天金属	1台8800T	蔚来ET5 B点供应商

资料来源：各公司官网，东方财富证券研究所

4. 盈利预测

冲压零部件：公司绝大数营收来自冲压零部件业务，2022年前五大客户分别为特斯拉、理想、上汽集团、上汽通用和上汽大众，虽然来自新能源客户的营收表现亮眼，但是上汽系传统客户拖累较大；公司在2023年和2024年新能源客户占比有望进一步提升，且特斯拉产能需求持续释放，公司营收增长有望加速。预计2022-2024年的营收增速分别为21.08%/29.75%/32.97%，对应营业收入分别为29.94/38.85/51.66亿元；考虑到规模扩张后，公司可能会需要接一些毛利率相对较低的产品，我们认为整体毛利率可能会被摊薄，预计2022-2024年的毛利率分别为20%/19.5%/19%。

冲压模具：公司当前冲压模具规模相对较小，有望跟随零部件业务持续加速增长，预计2022-2024年的营收增速分别为20.00%/24.87%/29.58%，对应营业收入分别为1.43/1.79/2.33亿元；考虑到规模扩张后，公司可能会需要接一些毛利率相对较低的产品，我们认为整体毛利率可能会被摊薄，预计2022-2024年的毛利率分别为10%/9.5%/9%。

其它业务：公司其它业务主要是来自生产的边角废料，我们这里简化计算，考虑其增速与冲压零部件增速大致相当。预计2022-2024年的营收增速分别为21.01%/30.00%/34.89%，对应营业收入分别为2.17/2.83/3.81亿元；毛利率水平维持不变，预计2022-2024年的毛利率均为97%。

合计：将以上三项业务加总，得到公司 2022-2024 年的营收分别为 33.55/43.47/57.79 亿元，营收增速为 21.03%/29.56%/32.96%，毛利率为 24.55%/24.13%/23.75%。

图表 23：主营业务拆分及预估（单位：百万）

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
冲压零部件				
营业收入 (百万元)	2472.87	2994.15	3884.91	5165.77
YoY	62.56%	21.08%	29.75%	32.97%
毛利率	20.08%	19.98%	19.50%	19.00%
冲压模具				
营业收入 (百万元)	119.50	143.40	179.06	232.03
YoY	91.72%	20.00%	24.87%	29.58%
毛利率	10.45%	10.00%	9.50%	9.00%
其它业务				
营业收入 (百万元)	179.71	217.46	282.70	381.33
YoY	78.27%	21.01%	30.00%	34.89%
毛利率	97.11%	97.00%	97.00%	97.00%
总计				
营业收入 (百万元)	2772.08	3355.01	4346.67	5779.13
YoY	64.58%	21.03%	29.56%	32.96%
毛利率	24.65%	24.55%	24.13%	23.75%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从同业对比的情况来看，公司主要收入来源是冲压业务，同时在积极布局一体化压铸业务，因此我们这里选取主营业务为冲压或压铸的企业，爱柯迪、文灿股份、旭升集团、拓普集团、华达科技和博俊科技进行对比，2022/2023/2024 年行业一致预期 PE 的平均值分别为 29.82/21.63/15.63。考虑到公司在冲压领域客户结构较好，毛净利率水平较高以及在一体化压铸领域的布局，我们认为公司 2023 年估值水平有望达到 26 倍 PE。

图表 24：行业可比公司估值(截止到 2023 年 4 月 12 日)

代码	简称	总市值 (亿元)	PE			EPS (元)			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600933.SH	爱柯迪	197.59	30.23	23.80	19.36	0.74	0.94	1.16	增持
603348.SH	文灿股份	123.99	30.95	20.64	16.00	1.52	2.28	2.94	增持
603305.SH	旭升集团	230.78	23.55	22.69	16.49	1.05	1.09	1.50	增持
601689.SH	拓普集团	648.22	37.23	26.14	19.22	1.58	2.25	3.06	未评级

603358.SH	华达科技	86.97	23.58	17.23	10.88	0.84	1.15	1.82	未评级
300926.SZ	博俊科技	48.90	33.37	19.28	11.82	0.95	1.64	2.67	增持
	平均	222.74	29.82	21.63	15.63	1.11	1.56	2.19	
001311.SZ	多利科技	116.56	26.10	21.09	16.69	3.16	3.91	4.94	买入

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所 (未评级标的的数据来自 choice 一致预期, 爱柯迪、旭升集团和多利科技 2022 年 EPS 为真实数据)

公司是国内冲压零部件领跑者, 深度绑定特斯拉和理想等新能源头部客户, 规模持续增长有强支撑。同时公司在一体化压铸领域积极布局, 未来潜力巨大。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 33.55/43.47/57.79 亿元, 归母净利润分别为 4.45/5.52/6.96 亿元, 对应 EPS 分别为 3.16/3.91/4.94 元/股, 对应 PE 分别为 26.11/21.07/16.71 倍。给予公司 2022 年 26 倍 PE, 对应市值为 143.50 亿元, 6 个月内目标价为 101.66 元, 给予“买入”评级。

图表 25: 多利科技盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2772.08	3355.01	4346.67	5779.13
增长率(%)	64.58%	21.03%	29.56%	32.96%
EBITDA(百万元)	613.79	709.01	897.89	1137.72
归母净利润(百万元)	385.55	445.30	551.93	695.84
增长率(%)	147.80%	15.50%	23.95%	26.07%
EPS(元/股)	3.64	3.16	3.91	4.94
市盈率(P/E)	22.66	26.11	21.07	16.71
市净率(P/B)	6.17	6.35	4.79	3.69
EV/EBITDA	14.74	17.01	13.47	10.86

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

5. 风险提示

- ◆ 下游客户需求不及预期;
- ◆ 新能源汽车业务拓展不及预期;
- ◆ 一体化压铸进展不及预期;
- ◆ 原材料价格波动风险。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1516.71	2166.95	2700.95	3491.66
货币资金	137.33	370.00	445.00	430.00
应收及预付	933.73	1148.12	1467.66	1967.63
存货	433.53	593.02	720.56	999.02
其他流动资产	12.12	55.81	67.73	95.00
非流动资产	1154.33	1436.94	1883.63	2474.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	729.20	1027.07	1365.14	1810.04
在建工程	71.44	51.22	124.75	239.93
无形资产	163.00	183.95	204.95	230.95
其他长期资产	190.69	174.70	188.79	193.47
资产总计	2671.05	3603.89	4584.58	5966.05
流动负债	1190.31	1481.75	1977.51	2693.14
短期借款	383.96	515.10	736.08	1047.90
应付及预收	655.24	796.66	1036.22	1385.75
其他流动负债	151.11	169.99	205.21	259.49
非流动负债	64.86	290.96	178.96	118.96
长期借款	0.00	230.72	130.72	85.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	64.86	60.24	48.24	33.24
负债合计	1255.17	1772.71	2156.47	2812.10
实收资本	106.00	106.00	106.00	106.00
资本公积	215.77	215.77	215.77	215.77
留存收益	1094.10	1509.40	2106.33	2832.18
归属母公司股东权益	1415.87	1831.17	2428.10	3153.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	2671.05	3603.89	4584.58	5966.05

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2772.08	3355.01	4346.67	5779.13
营业成本	2088.64	2531.50	3297.89	4406.86
税金及附加	19.53	20.61	28.67	42.19
销售费用	8.50	10.27	13.31	17.69
管理费用	68.45	81.36	114.75	162.97
研发费用	90.12	124.18	172.56	245.61
财务费用	14.10	12.87	14.25	13.01
资产减值损失	-8.86	-15.39	-18.00	-24.00
公允价值变动收益	-2.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.59	-1.17	-1.91	-3.12
资产处置收益	-0.02	1.70	1.09	2.18
其他收益	7.17	3.83	6.09	7.34
营业利润	465.61	550.03	675.50	853.20
营业外收入	6.01	0.37	4.40	6.90
营业外支出	2.49	0.81	1.10	2.80
利润总额	469.13	549.58	678.80	857.30
所得税	83.58	104.29	126.87	161.45
净利润	385.55	445.30	551.93	695.84
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	385.55	445.30	551.93	695.84
EBITDA	613.79	709.01	897.89	1137.72

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	206.73	335.71	576.03	562.70
净利润	385.55	445.30	551.93	695.84
折旧摊销	130.87	121.92	178.40	233.92
营运资金变动	-348.01	-282.32	-217.63	-444.58
其它	38.32	50.81	63.32	77.52
投资活动现金流	-169.04	-405.32	-624.22	-822.84
资本支出	-168.55	-412.96	-616.84	-810.55
投资变动	0.00	-0.22	-2.46	-1.17
其他	-0.49	7.86	-4.91	-11.12
筹资活动现金流	-2.15	332.28	78.19	215.14
银行借款	570.40	361.86	120.99	266.82
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-572.55	-29.58	-42.80	-51.68
现金净增加额	34.43	232.67	75.00	-15.00
期初现金余额	88.87	137.33	370.00	445.00
期末现金余额	123.31	370.00	445.00	430.00

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	64.58%	21.03%	29.56%	32.96%
营业利润增长	95.07%	18.13%	22.81%	26.31%
归属母公司净利润增长	147.80%	15.50%	23.95%	26.07%
获利能力 (%)				
毛利率	24.65%	24.55%	24.13%	23.75%
净利率	13.91%	13.27%	12.70%	12.04%
ROE	27.23%	24.32%	22.73%	22.06%
ROIC	21.37%	18.09%	17.54%	17.01%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.99%	49.19%	47.04%	47.14%
净负债比率	21.49%	23.42%	19.06%	23.14%
流动比率	1.27	1.46	1.37	1.30
速动比率	0.88	1.04	0.97	0.90
营运能力				
总资产周转率	1.04	0.93	0.95	0.97
应收账款周转率	3.28	3.15	3.23	3.19
存货周转率	6.39	5.66	6.03	5.78
每股指标 (元)				
每股收益	3.64	3.16	3.91	4.94
每股经营现金流	1.95	2.38	4.09	3.99
每股净资产	13.36	12.99	17.22	22.37
估值比率				
P/E	22.66	26.11	21.07	16.71
P/B	6.17	6.35	4.79	3.69
EV/EBITDA	14.74	17.01	13.47	10.86

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。