

汽车冲压业务国内龙头，切入特斯拉与“新势力”供应链，客户结构持续优化。公司主营业务为乘用车冲压焊接总成件、发动机管类件及相关模具的开发、生产与销售，目前主要为国内各大整车商提供汽车车身部件、发动机总成管类件等冲压及焊接产品，是国内乘用车冲压及焊接总成零部件产品较为丰富的公司之一。**2018年公司收购江苏恒义进入新能源汽车零部件领域**，研发制造电池箱下托盘总成、电机壳、电驱总成等产品。从客户来看，冲压件领域，公司主要客户包括本田、丰田、通用、特斯拉等整车厂。2018年公司切入新能源汽车零部件领域后，**客户拓展至小鹏、蔚来、理想、宁德时代、上汽时代等“新势力”及动力电池企业**，客户结构持续优化，强者恒强效应凸显。2021年公司实现营收47.17亿元，同比+14%；归母净利润3.25亿元，同比+56%。

传统主业市场空间大但格局分散，公司产能持续释放，龙头效应加速。据华经产业研究院测算，平均每辆车上包含1500余个冲压件，单车配套价值超1万元。以2021年汽车产量来算，我国2021年汽车冲压件市场空间达2609亿元左右，市场空间较大。目前汽车冲压件种类繁多，格局较为分散，以华达科技为代表的国内大型民营冲压件生产企业有望凭借**地域优势、规模效应、生产效率**等优势，进一步提升市场份额。公司采取紧贴汽车产业集群的战略，在靖江、长春、广州、武汉等地建立了生产基地，并已筹建海宁、成都生产基地，**产品直接配套长三角、东北等汽车产业集群**，并可辐射京津汽车产业集群。伴随着汽车行业景气度回升，以及公司产能逐渐投产，公司龙头效应加速，市占率有望加速上行。

收购江苏恒义切入电池盒增量赛道，全产业链布局一体化压铸打开第二增长曲线。江苏恒义是国内主要的电池箱托盘供应商，2018年公司通过江苏恒义，快速切入新能源汽车零部件领域。华达科技凭借**冲压焊接技术优势和总成零件生产管理、铝合金铸件、型材**等零部件基础工艺技术优势，与江苏恒义（新能源客户资源丰富）实现优势互补、资源共享，联合布局电池壳产品和轻量化领域，进一步提高公司的竞争实力与盈利水平。目前电池壳市场处于启动初期，公司先发优势明显，2020年电池托盘产量仅12万套，**我们预计2023年公司将具备165万套电池托盘产能**。此外公司正积极建设压铸产线，切入产业上游，全产业链布局一体化压铸，未来有望充分受益于电动车快速放量实现业绩大幅增长。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2022-2024年实现归母净利润3.71/5.07/8.00亿元，当前市值对应2022-2024年PE为23/17/11倍。细分领域龙头加速切入一体化压铸行业有效打开成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料成本超预期上行导致毛利率低预期；产业竞争加剧；轻量化及新能源相关业务拓展进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,717	5,666	7,136	9,790
增长率 (%)	14.1	20.1	25.9	37.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	358	371	507	800
增长率 (%)	56.4	3.5	36.6	57.8
每股收益 (元)	0.82	0.84	1.15	1.82
PE	24	23	17	11
PB	2.8	2.6	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年8月16日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

19.40元


分析师 邵将

执业证书：S0100521100005

邮箱：shaojiang@mszq.com

研究助理 郭雨蒙

执业证书：S0100122070027

邮箱：guoyumeng@mszq.com

目录

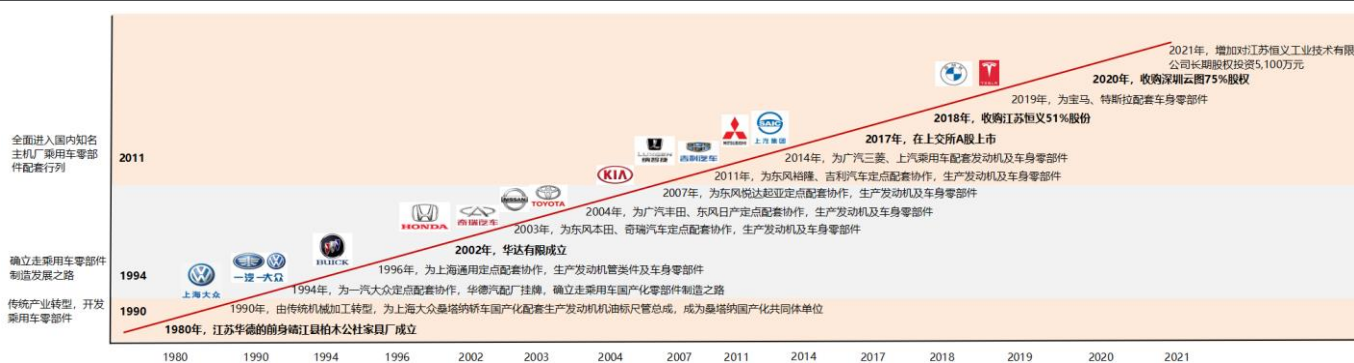
1 冲压领域龙头，加速新能源布局	3
1.1 深耕汽车零部件制造三十载，成就冲压件龙头	3
1.2 新能源零部件业务贡献未来增量，盈利能力提升在即	5
1.3 研发投入不断加大，技术创新持续领先	7
2 汽车行业景气度回升，产能持续释放，龙头效应加速	8
2.1 冲压件单车价值量较高，格局分散，公司市占率有望持续提升	8
2.2 近距离建厂，核心客户深度绑定	12
2.3 产能扩产期结束，业绩迎来重要拐点	13
3 收购江苏恒义切入电动化增量赛道，多维布局一体化压铸业务	14
3.1 收购江苏恒义切入新能源车零部件领域	14
3.2 新能源里程焦虑加速整车轻量化，电池盒市场发展提速	15
3.3 投资成立压铸项目平台，多维布局一体化压铸业务	19
4 盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测假设与业务拆分	20
4.2 估值分析	21
4.3 投资建议	22
5 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	26

1 冲压领域龙头，加速新能源布局

1.1 深耕汽车零部件制造三十载，成就冲压件龙头

国内汽车冲压及焊接总成龙头企业，通过收购江苏恒义进军新能源。公司成立于1980年，1990年进入汽车零部件行业，2017年1月25日于上交所上市。2018年8月，公司收购江苏恒义，快速切入新能源汽车零部件领域，新增电池箱下托盘总成、电机壳、电驱总成等新能源汽车零部件业务。深耕汽车零部件制造三十载，公司通过收购及自主研发等方式不断拓宽产品品类，近期加速轻量化及一体化压铸技术工艺布局，随着新能源汽车快速放量，公司有望开启第二增长曲线。

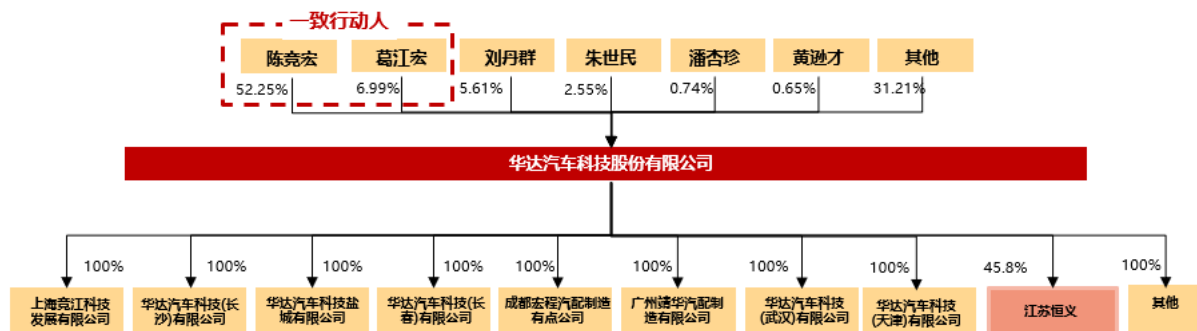
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司股权集中，股权结构稳定。截至2022年7月底，公司第一大股东及实际控制人为陈竞宏先生。陈竞宏先生直接持有公司52.25%的股份，总经理葛江宏先生（为陈竞宏先生的女婿，两者为一致行动人）持股6.99%，共同合计持有公司59.24%的股权，公司股权较为集中，股权结构较为稳定。

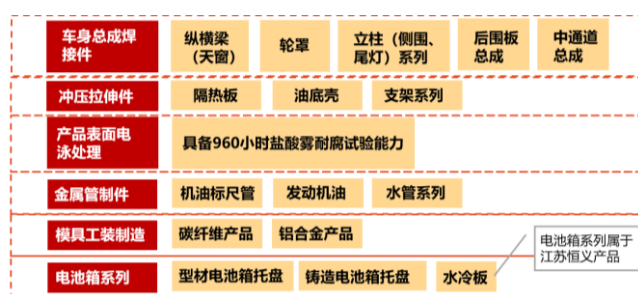
图2：公司股权结构（截至2022年7月）



资料来源：Wind，民生证券研究院

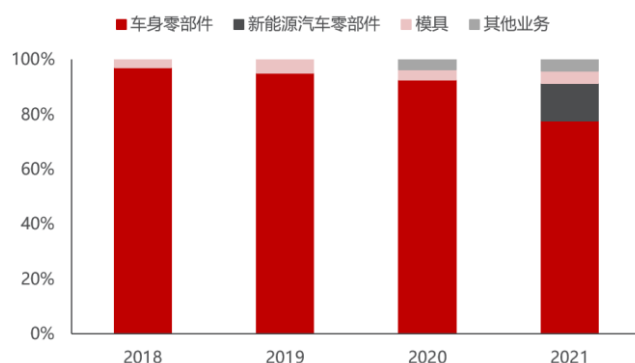
公司主营业务为乘用车冲压焊接总成件、发动机管类件及相关模具的开发、生产与销售，目前主要为国内各大整车商提供汽车车身部件、发动机总成管类件等冲压及焊接产品，产品涵盖**发动机整车隔热件、发动机管类件、纵横梁**等品种，同时具备模具设计制造能力，是国内乘用车冲压及焊接总成零部件产品较为丰富的公司之一。2018年公司收购江苏恒义进入新能源汽车零部件领域，研发制造**电池箱下托盘总成、电机壳、电驱总成**等产品。

图3：公司产品横跨多个领域



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图4：公司业务营收占比



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

客户结构持续优化。冲压件领域，公司的主要客户包括东风本田、广汽本田、上汽集团、一汽大众等整车厂。2018年公司切入新能源汽车零部件领域后，客户拓展至小鹏、蔚来、理想、宁德时代、上汽时代等“新势力”及动力电池企业，客户资源愈加丰富。

图5：客户资源优质，从大众和日系切入特斯拉和“新势力”

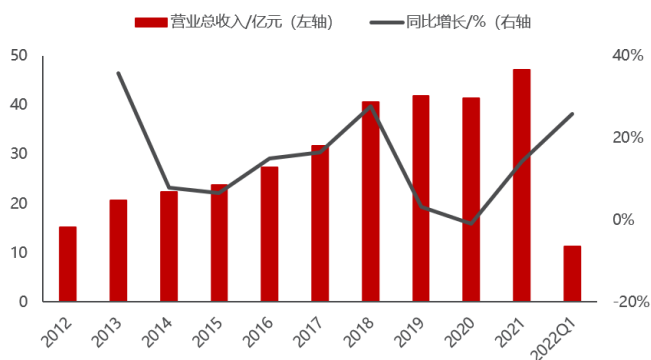


资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

1.2 新能源零部件业务贡献未来增量，盈利能力提升在即

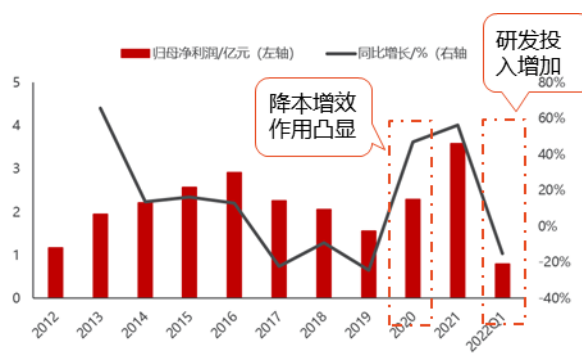
受益于汽车行业持续增长，公司盈利水平不断提高。公司 2021 年实现营业收入 47.17 亿元，同比+14.1%；归母净利润达 3.25 亿元，同比+56.38%。

图6：营业收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

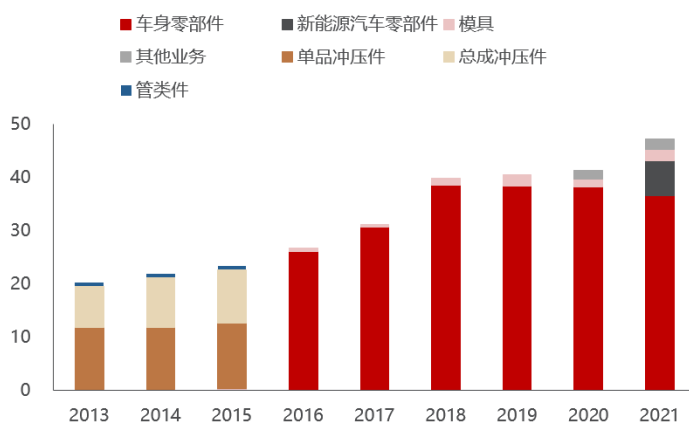
图7：归母净利润及增速



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

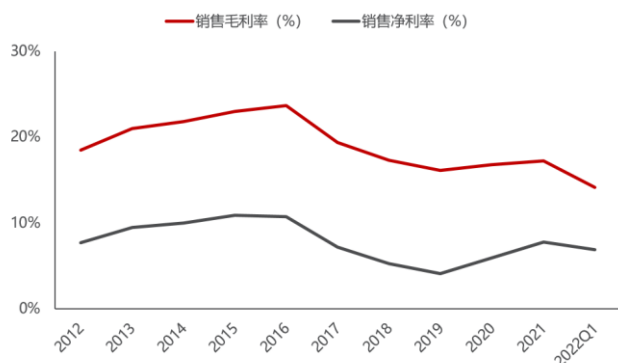
传统业务贡献稳定业绩，新能源汽车零部件业务贡献新增量。2018年起，公司车身零部件业务收入维持在 38 亿元左右；新能源汽车零部件作为新的增量，在 2021 年贡献 6.5 亿元的收入，占比达到 13.8%；模具业务收入占比在 4%左右，2021 年贡献 2.1 亿元的收入。公司产品结构持续优化，新能源汽车零部件业务贡献新增量。

图8：营业收入拆分

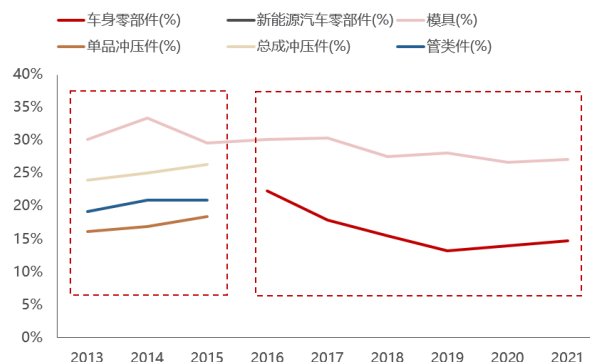


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

降本增效效果明显，未来新能源汽车产品放量有望带动公司毛利率进一步提升。公司高度重视降本增效，2021 年公司的毛利率/净利率分别为 17.24%/7.75%，同比提升 0.49pct/1.87pct，盈利能力稳步提升。**2021 年公司汽车零部件业务和新能源汽车部件毛利率分别为 14.7%和 12.24%，未来新能源汽车产品放量有望带动公司毛利率进一步提升。**

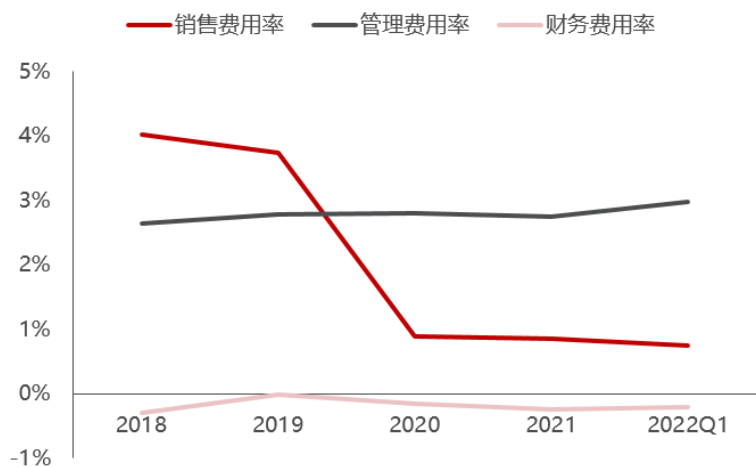
图9：毛利率与净利率情况


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图10：分业务毛利率


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

费用管控能力进一步增强。期间费用上，公司 2021 年销售费用率/管理费用率 / 财务费用率分别为 0.85%/2.75%/-0.23%，同比降低 0.04pct/0.05pct/0.08pct，费用率进一步下行。

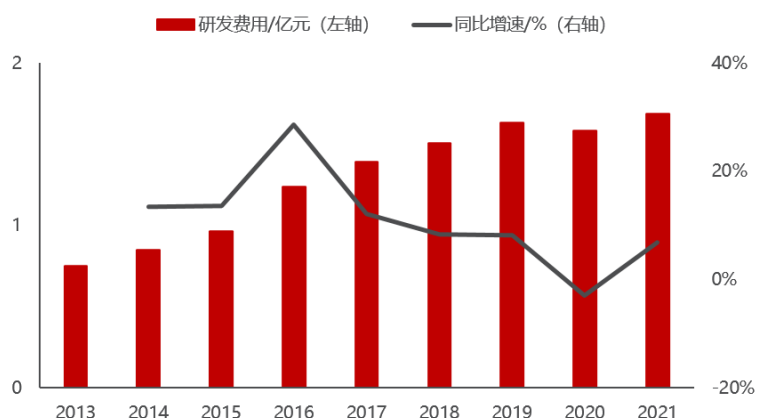
图11：费用率


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

1.3 研发投入不断加大，技术创新持续领先

2021 年公司研发费用达 1.69 亿元，同比+6.84%，占营业收入的 3.58%。公司不断加大对新产品、新技术的研发投入，2021 年为广汽本田、东风日产、东风本田、东风悦达起亚等车企开发完成新项目总成件、单品件 1056 件；完成新产品开发 1078 个；完成各类新品模具布点 895 套、检具布点 933 付、夹具布点 259 套。技术创新及快速响应能力，进一步增强了公司的竞争实力。

图12：研发费用



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：公司新品研发情况

项目名称	形成的研发成果
发动机油底壳的研发及应用	新成果设置油底壳高压油道，在发动机油底壳内腔设置加强筋，在油底壳后端面设置后端筋，在底部设置底部筋，对平板结构进行加强，并降低噪声。更便于油底壳与变速箱壳的直接连接
后围板总成的研发及应用	新成果克服了零件局部拉伸高度大导致的易开裂起皱、反弹扭曲。采用对工艺要求较高的吊冲技术，成功实现冲孔工序的合并并满足尺寸精度和零件匹配性，成功应用于上汽大众某畅销车型
新型金属绑带的研发及应用	新成果解决了金属绑带头部的操作安全性和折叠拍平后转角易开裂的矛盾，新型结构设计更有利于防止因车辆行驶振动导致的疲劳断裂，适用于任何工业场合，尤其用于汽车油箱固定
车身底盘侧围用支撑架的研发及应用	新成果通过利用凹模肩部附近的反向弯曲，减小冲弯加工中常出现的面翘曲，并在模具上进行工艺设置，将凸起部分压入钢板，使板厚方向产生的残余应力得以缓解
前挡板总成的研发及应用	新成果采用 CAE 分析技术，通过动态模拟将原有的两次拉伸工艺改为一次拉伸，避免了二次拉伸产生的压痕，并在零件相应位置增加工艺孔，避免零件开裂
天窗总成的研发及应用	新成果采用减震原理设计，在天窗本体两侧焊接的小件中设计成上下分离结构，并在其凹槽处加入减震胶，大幅提高玻璃天窗的使用寿命和安全性能

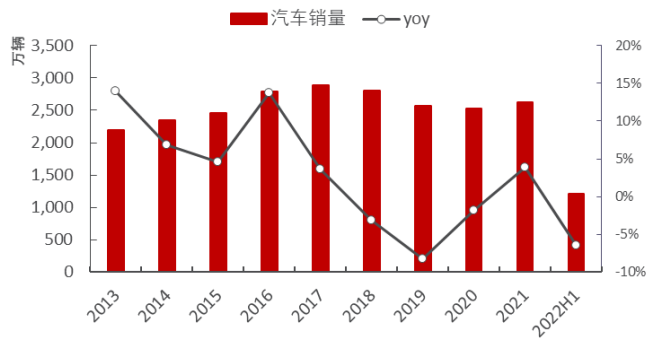
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

2 汽车行业景气度回升, 产能持续释放, 龙头效应加速

2.1 冲压件单车价值量较高, 格局分散, 公司市占率有望持续提升

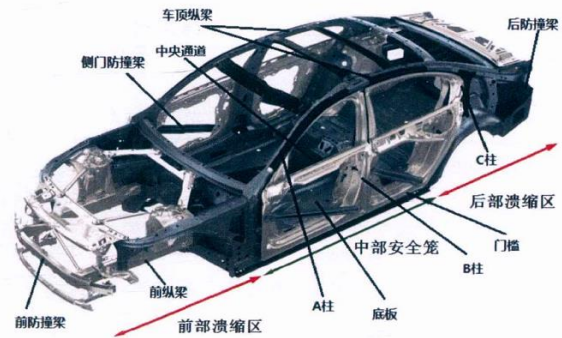
现代汽车制造工艺中有 60%-70%的金属零部件需冲压加工成形, 冲压件广泛应用于如车身上的各种覆盖件、车内支撑件以及大量的汽车零部件如发动机的排气和进油弯管及消声器梁等。据华经产业研究院测算, 平均每辆车上包含 1500 余个冲压件, 单车配套价值超 1 万元。

图13: 2021 年我国汽车销量回升



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

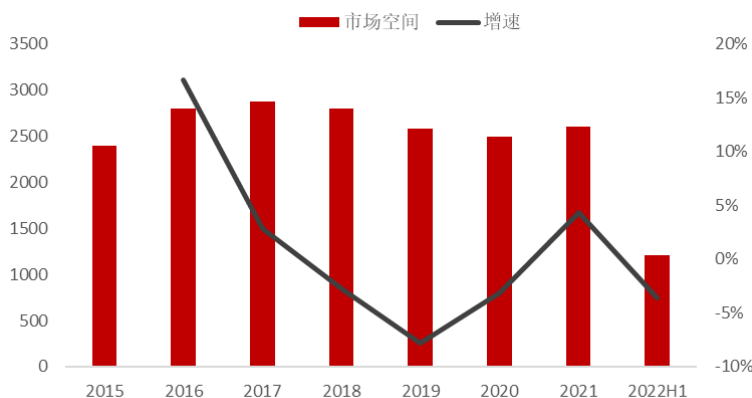
图14: 冲压件在汽车上的分布



资料来源: 《基于轻量化评估的高性能汽车钢冲压件技术研究》陈鹰, 民生证券研究院

据中汽协数据, 2021 年全年汽车销量 2627.5 万辆, 增长 3.8%, 结束了 2018 年以来连续三年的下降局面。以 2021 年汽车产量 2608.2 万辆来计算, 我国 2021 年汽车冲压件市场空间达 2609 亿元左右。

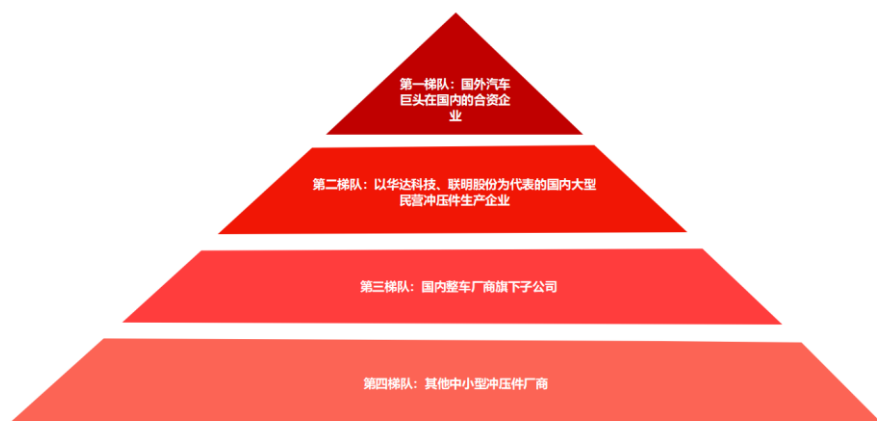
图15: 冲压件市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 华经产业研究院, 中汽协, 民生证券研究院

汽车冲压件市场竞争格局分散，行业集中度有较大提升空间。汽车冲压件种类繁多，目前我国汽车市场还存在较多从事单品冲压、焊接等简单工序的零部件厂商，冲压件市场竞争格局较分散。目前冲压件市场第一梯队主要为国外汽车巨头在国内的合资企业，国产品牌竞争力有待进一步提升。

图16：图冲压件市场竞争格局



资料来源：观研天下，民生证券研究院

由于汽车冲压件本身运输成本偏高导致企业生产的覆盖范围有限，因此区域性产业格局有望进一步集中。华达科技、联名股份、常青股份等为代表的国内大型民营冲压件生产企业有望凭借地域优势、规模效应、生产效率等优势，进一步提升市场份额。

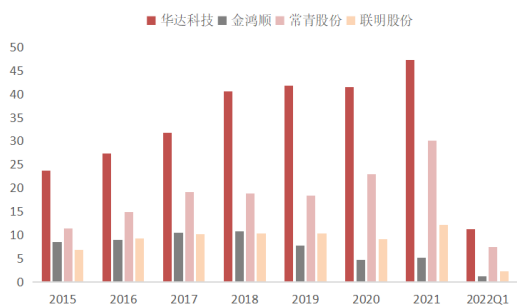
表2：上市企业冲压件相关业务对比

	成立日期	主营业务	2021 冲压件相关业务	
			营业收入 (亿元)	毛利率
华达科技	2002	冲压焊接件及总成、发动机管类件及模具	36.61	14.7%
宁波华翔	1988	内外饰及车身金属件	43.64 (金属及塑料零部件)	17.51% (金属及塑料零部件)
凌云股份	1995	汽车金属及塑料零部件	135.43	15.8%
常青股份	1988	车身冲压及焊接零部件	15.87	17.14%
金鸿顺	2003	汽车零部件 (冲压、焊接)	4.25	3.65%
无锡振华	1989	冲压零部件	10.61	2.46%
联明股份	2003	车身零部件	6.50	14.56%

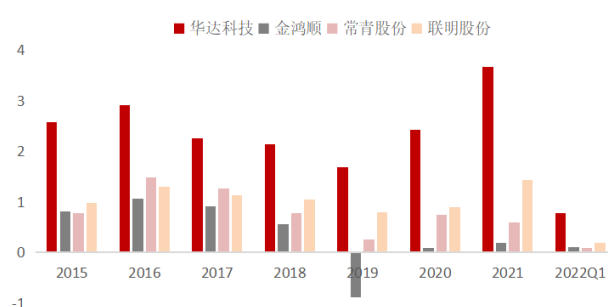
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

注：无锡振华冲压零部件中车身零部件业务 2020 年营收达 9.25 亿元，2021 年无详细披露数据

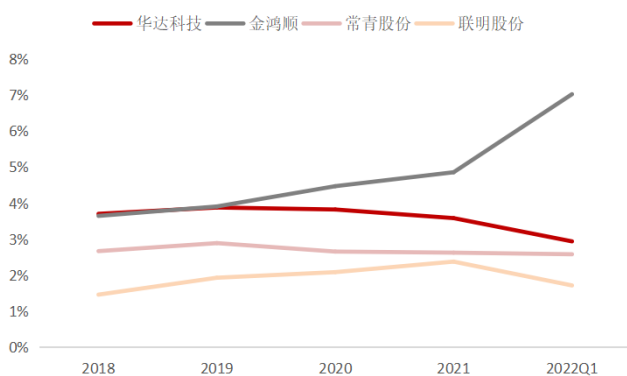
公司在汽车冲压件业务上的竞争对手主要包括常青股份、金鸿顺和联明股份。相比而言，公司在经营规模、净利润方面优势明显。2021 年公司营收达 47.17 亿元，为第三方独立做汽车冲压件业务 (不包括四门两盖，即车门、引擎盖和后尾盖) 的龙头公司。

图17: 主要冲压上市企业营业收入 (亿元)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: 主要冲压上市企业净利润 (亿元)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

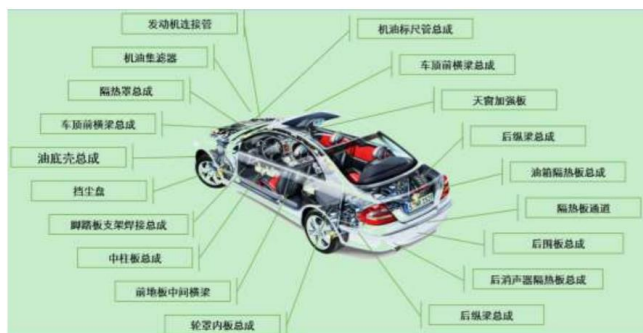
图19: 主要冲压上市企业研发费用率


资料来源: Wind, 民生证券研究院

从单品冲压件到总成冲压件, 到新能源汽车零部件, 公司产品结构持续升级。

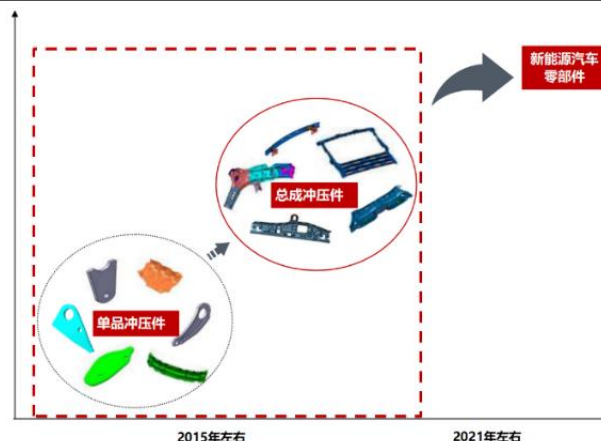
公司车身冲压件产品可进一步分为总成冲压件和单品冲压件(非总成件), 2013年-2015年, 高价值量的总成冲压件产品营收占比上行, 带动公司业绩增长。此后, 公司抓住汽车产业由传统燃油车向新能源车转换带来的发展机遇, 2018年切入新能源汽车零部件领域, 产品进一步升级; 2021年, 面临新能源汽车轻量化、新材料运用为主导的车身件变革机遇, 公司加快推进铝压铸项目的建设, 延伸产业链, 有望进一步抢占市场份额。

图20：公司产品在整车上的分布



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

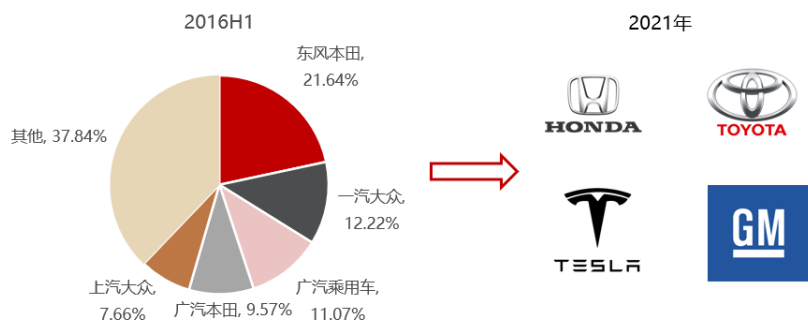
图21：公司产品持续升级



资料来源：公司公告，招股说明书，民生证券研究院

近几年，公司通过优化客户结构，为本田、丰田、特斯拉、通用等知名企业提供配套，增长幅度较大，车型销售稳定。客户结构主要以头部合资品牌为主，2021年前五名客户销售额 225998.77 万元，占年度销售总额 50%。这种长期稳定、相互依赖的合作关系所产生的背书效应大大提升了公司在行业中的地位和知名度。同时，行业电动、智能化转型的过程中，公司积极切入头部“新势力”及自主品牌龙头企业，传统业务良好的客户结构令公司具备更为绝佳的产品+客户转型窗口。

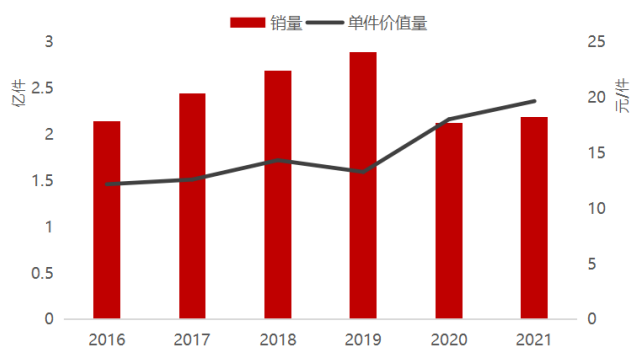
图22：华达科技主要客户结构变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

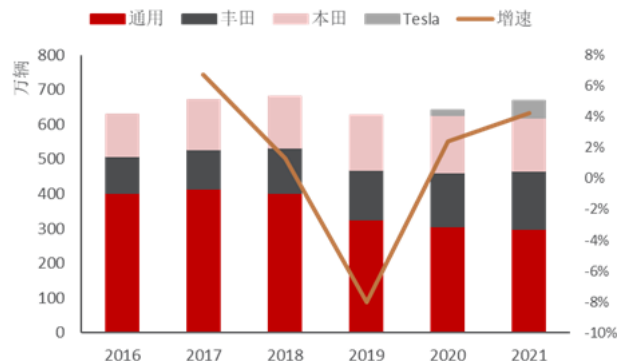
2020 年公司车身零部件销量 2.18 亿件，同比增长 2.87%，公司通过不断调整产品结构提升产品单价，2021 年公司零部件均价 19.66 元/件，较 2020 年 18.02 元/件提升了 9.1%。随着电动车渗透率大幅提升，下游整车企业市场集中度有望大幅提升，公司作为细分领域龙头，通过产品+客户持续升级，市占率有望持续提升。

图23: 公司车身零部件销量及单车价值量



资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院

图24: 华达科技目前主要客户国内汽车销量表现情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.2 近距离建厂，核心客户深度绑定

为实现与客户的近距离对接，最大限度地降低产品运输成本，提高公司产品竞争力，公司采取紧贴汽车产业集群的战略，在靖江、长春、广州、武汉等地建立了生产基地，并已筹建海宁、成都生产基地，产品直接配套长三角、东北、珠三角、中部、西南汽车产业集群，并可辐射京津汽车产业集群。

表3: 生产基地已有产能情况

生产基地	总投资	产能情况	其他
靖江城北工业园	2.5 亿元	5000 万套/年	配套特斯拉、上汽大众、上汽通用、上汽集团等
广州分部	2 亿元	3000 万套/年	配套广汽本田、广汽丰田、东风日产、广汽乘用车等
武汉分部	2.5 亿元	4500 万套/年	配套东风本田
长春分部	1.5 亿元	2500 万套/年	配套一汽大众等
成都分部	1.5 亿元	2000 万套/年	整车配套产能达 40 万辆，配套一汽大众成都
海宁分部	2.6 亿元	2800 万件/年	整车配套产能达 45 万辆，配套上汽大众等

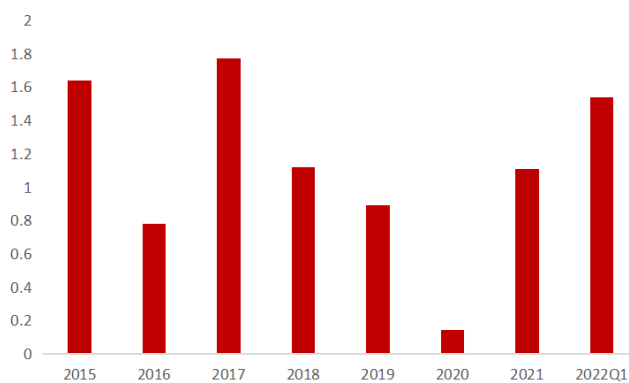
此外，公司在天津、青岛、盐城、杭州、惠州等地建有工厂，配套一汽大众、天津丰田、上汽大众等整车厂

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

2.3 产能扩产期结束，业绩迎来重要拐点

据公司公告，截至 2022 年 3 月 31 日，公司首次公开发行股票募集资金（净募集资金 11.50 亿元）投资项目结项，“汽车零部件生产基地项目（靖江城北工业园）”、“汽车零部件（海宁）生产基地项目”和“汽车零部件（成都）生产基地项目”已完工并达到可使用状态，结项后的节余募集资金 1.97 亿元将永久补充流动资金。

图25：华达科技在建工程（亿元）



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

表4：华达科技募投项目投资进度(亿元)

投资项目	承诺投资金额	已投资金额	投资额度	项目达到预定可使用状态日期
汽车零部件生产基地项目（靖江城北工业园）	4.34	4.34	100%	2018年3月
汽车零部件（海宁）生产基地项目	4.17	3.23	77.44%	2018年12月
汽车零部件（成都）生产基地项目	2.26	1.69	74.87%	2020年5月
研发中心建设项目	0.73	0.56	76.94%	2017年12月
合计	11.50	9.82	85.42%	--

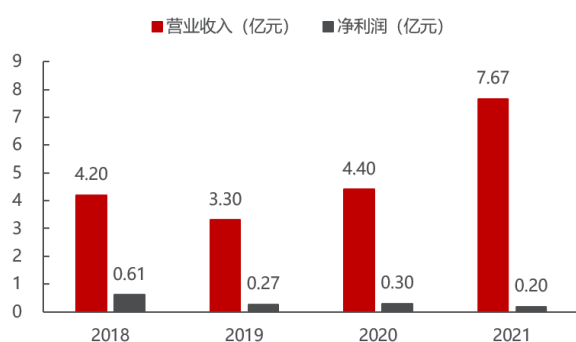
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

3 收购江苏恒义切入电动化增量赛道，多维布局一体化压铸业务

3.1 收购江苏恒义切入新能源车零部件领域

2018 年公司以 2.47 亿元收购江苏恒义（主营业务为动力电池系统壳体生产加工）51%股份，江苏恒义已成为公司控股子公司。江苏恒义是宁德时代电池箱托盘供应商。公司通过江苏恒义，快速切入新能源汽车零部件领域，新增了电池箱下托盘总成、电机壳、电驱总成等新能源汽车零部件业务。

图26：江苏恒义营收和净利润



资料来源：Wind，民生证券研究院

图27：江苏恒义产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

通过控股江苏恒义，双方将实现优势互补、资源共享，充分发挥双方在各方面的协同效应，有助于发展公司新能源板块业务，提升公司核心竞争力，进一步拓展公司客户。

图28：公司客户拓展情况



资料来源：公司年报，民生证券研究院

3.2 新能源里程焦虑加速整车轻量化, 电池盒市场发展提速

汽车轻量化是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。根据美国铝业协会数据显示, 汽油乘用车减重 10%可以减少 3.3%的油耗; 柴油车减重 10%则可以减少 3.9%的油耗。

表5: 乘用车减重带来车辆效能提升

分类	乘用车减重 10%的效能提升效果	乘用车减重 15%的效能提升效果
汽油	3.3%	5.0%
柴油	3.9%	5.9%
EV	6.3%	9.5%
PHEV	6.3%	9.5%

资料来源: 美国铝业协会, 民生证券研究院

电动汽车动力电池盒的轻量化是目前的主要发展方向。在动力电池系统中, 电池壳占系统总重量约 20-30%, 是主要结构件, 因此在保证电池系统功能安全和车辆整体安全的前提下, 电池壳的轻量化已经成为电池系统主要改进目标之一。目前布局新能源汽车电池盒的公司主要有华达科技、凌云股份等。

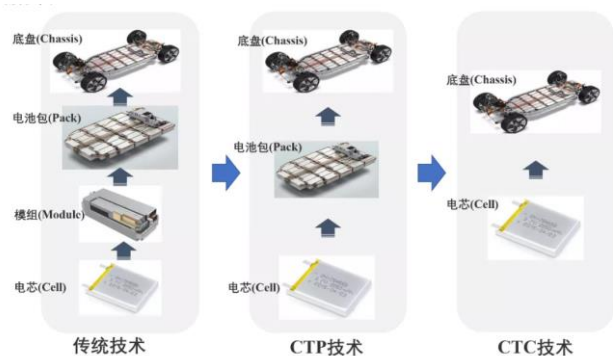
表6: 新能源汽车电池盒市场主要参与者及对应客户

市场参与者	相关客户
华达科技	宁德时代、小鹏、比亚迪丰田、广汽、宇通等
凌云股份	奥迪、宝马、特斯拉等
和胜股份	宁德时代、比亚迪、广汽等
敏实集团	大众 MEB、宁德时代等
上海赛科利	特斯拉
江苏天钧精密	比亚迪等

资料来源: 立鼎产业研究院, 公司公告, 民生证券研究院

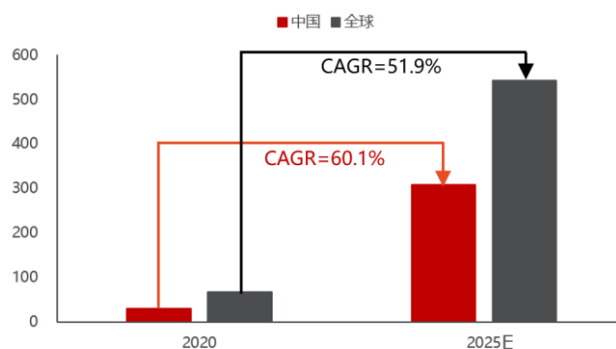
新能源汽车发展催化电池盒市场需求大幅增长, 我们预计 2025 年全球市场空间将达到 542 亿元。电池托盘的核心焊接技术持续革新, 电池包向着 CTP (无模组方向)、CTC (电芯底盘一体化) 方向发展, 单车价值量持续上升, 从传统结构的 1500-2000 元, 到 CTP 结构下的 3000-4000 元, 未来 CTC 结构单车价值量有望进一步提升。2021-2025 年是全球新能源汽车发展的黄金时期, 2022H1 国内市场动力电池装机量达到 100.24GWH, 同比大增 116%。结合 2020 年全球新能源汽车销量测算, 2020 年全球电池盒市场规模约为 67 亿元, 我们预计 2025 年有望达到 542 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 51.9%, 处于大幅扩张阶段。

图29：电池包技术发展路径



资料来源：第一电动网，民生证券研究院

图30：中国和全球新能源汽车电池盒市场规模（亿元）



资料来源：Marklines，中汽协，民生证券研究院预测

电池盒市场格局未定，江苏恒义产能加速扩张，市占率有望加速上行。目前电池盒市场尚处于发展早期阶段，主要参与者包括比亚迪等具备生产能力的主机厂、给车企配套电池托盘产品的第三方零部件厂以及给动力电池企业配套电池托盘产品的第三方企业。在给车企配套电池托盘产品的第三方零部件厂中，江苏恒义的主要竞争对手包括凌云股份、和胜股份、敏实集团等公司。

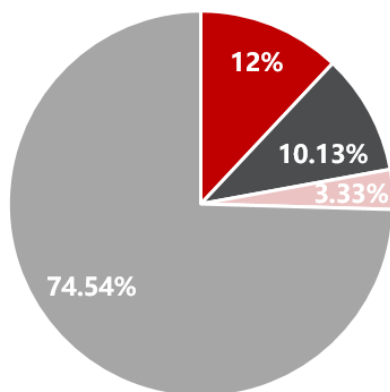
表7：电池盒市场主要“玩家”

主要“玩家”	电池壳业务	产能
凌云股份	新能源车壳产品的重点项目陆续量产，促进新动能加快形成，质量效益稳步提高。	2022年产能30-40万套，2023年100万套。
和胜股份	公司于2020年在行业内率先配合客户成功开发第二代无模组(CTP)电池托盘，通过整合电池托盘各功能组件，大幅度提升集成效率，同时带动了产品的单位价值提升。	2021年产能30万套，2022年60-100万套。
敏实集团	产品主要供给国内客户，占宁德时代总需求40-50%，二代产品占比70%，三代产品更高。	东方财富网预计2022年达到30-40万套，2023年100万套；出货量略少于和胜，目前共6条产线，每个产线每月生产几千套托盘。
上海赛科利	主要供给特斯拉	/
江苏天钧精密	主要供给比亚迪	5万套/年

资料来源：东方财富网，民生证券研究院

图31：2021 年国内电池壳市场江苏恒义市占率约 12% (注：仅展示部分上市公司电池盒市占率情况)

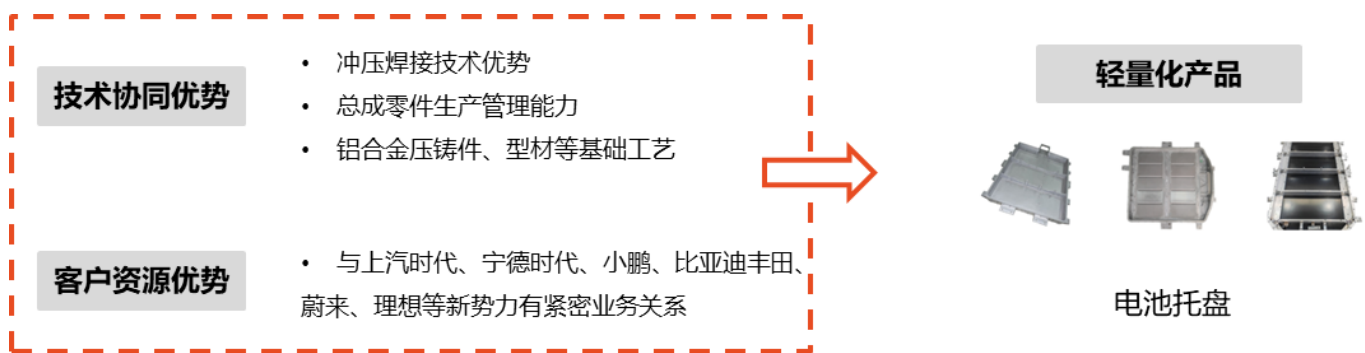
■ 江苏恒义 ■ 和胜股份 ■ 敏实集团 ■ 其他



资料来源：公司公告，民生证券研究院

发挥协同优势，联合布局电池壳和轻量化产品。华达科技凭借**冲压焊接技术优势和总成零件生产管理能力和铝合金压铸件、型材等零部件基础工艺技术优势**，与江苏恒义（新能源客户资源丰富）实现优势互补、资源共享，联合布局电池壳产品和轻量化领域，进一步提高公司的竞争实力与盈利水平。

图32：联合布局轻量化产品



资料来源：民生证券研究院整理

2021 年 3 月 8 日，江苏恒义与新申铝业成立合资公司，投 3.6 亿建动力电池托盘项目。本项目将进一步完善公司产能布局，满足未来开发“替代产品”和市场拓展的需要。

表8：电池托盘高性能镁合金应用及本地化生产项目

项目情况	具体介绍
投资额	不超过 36250 万元。
建设期	项目分两期建设，项目一期自开工（已于 2021 年 6 月 28 日开工）建设起不超过 15 个月，项目二期计划在二期建设后一年内启动。
建设规模	一期 100 亩（熔铸 0.3 万平方、型材挤压四条线 1.2 万平方、精切割、整形 0.25 万平方、热处理 2 台 0.2 万平方、预留万吨挤压机 0.5 万平方、模具房机修主要 0.15 万平方、氧化喷涂 0.3 万平方、CNC1.2 万平方，焊接测试 3 万平方，部分仓库办公用房，总面积 7 万多平方）。
产能	一期铝型材挤压 3 万吨产能，电池托盘总成 50 万只产能。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

据公司公告，公司 2020 年实现电池托盘产量 12 万只，市占率约 10%。此外，公司新建溧阳、宁德等工厂用于生产电池托盘，2021 年 10 月起逐步投产，2022 年产能有望达 105 万套。鉴于公司扩张战略，产能或将快速释放。随着产能爬坡，我们预计到 2023 年公司有望具备 165 万套产能，满产后销售额约 33 亿，较 2020 年大幅增长。

3.3 投资成立压铸项目平台，多维布局一体化压铸业务

布局铝合金压铸产线建设，推进一体化压铸技术。公司投资成立压铸项目平台，积极布局全产业链。当前公司电池盒产品中 40%用到一体压铸，后续公司将推进电池盒的一体压铸技术，实现单个产品的生产效率提升和工序的减少。

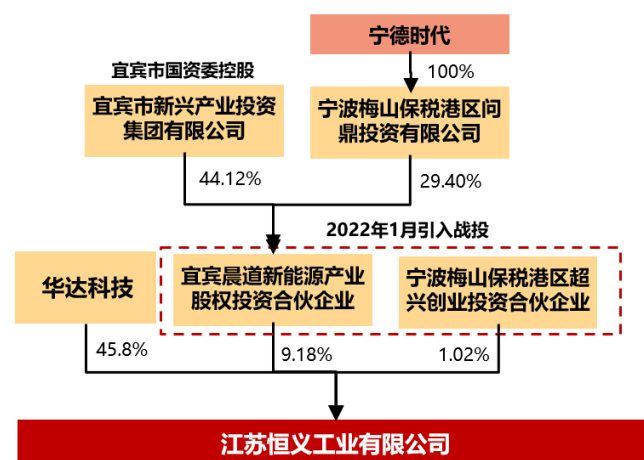
图33：布局一体化压铸产业链



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

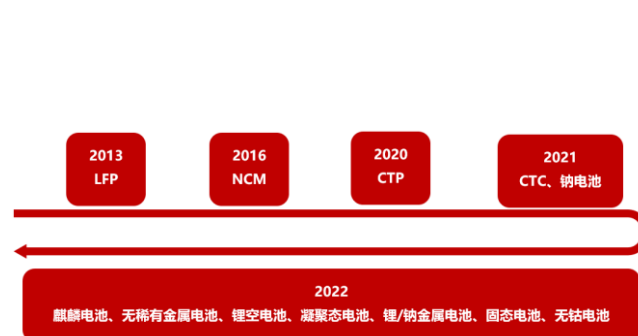
战投引入宁德时代和地方国资，绑定核心客户，充分受益于电动车放量。2022年1月27日，公司发布公告，江苏恒义通过增资扩股方式引入具有新能源产业背景的战略投资者晨道新能源与宁波超兴创投，其中晨道新能源的股东宁波问鼎投资为宁德时代的全资子公司，此次拟增资将进一步加强公司与宁德时代在电池盒领域的合作，公司将充分收益于电动车的快速放量。

图34：战投引入宁德时代+地方国资



资料来源：Wind，民生证券研究院

图35：宁德时代电池战略



资料来源：宁德时代官网，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 汽车零部件业务: 受疫情等因素影响, 公司车身零部件业务 2020 年营收同比-0.44%, 2021 年营收同比+2.2%, 营收增速转正, 我们因为疫情过后公司该部分业务营收将保持平稳增长, 预计该业务 2022-2024 年营收增速分别为 3.0%/3.0%/3.0%; 该业务毛利率较为平稳, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 14.3%/14.0%/14.0%。

2) 新能源汽车零部件业务: 2021 年公司新能源汽车零部件业务营收同比 +169.45%, 公司客户持续拓展, 切入特斯拉+“新势力”产业链, 据公司公告, 2021 年电池壳市场江苏恒义市占率约为 12%, 根据市场需求, 公司正加大对恒义投入, 预计 2023 年将形成 165 万套产能, 届时将达到更高的市占率。预计该业务 2022-2024 年营收增速分别为 120.0%/90.0%/90.0%; 规模化有望带动公司新能源汽车零部件毛利率逐步提升, 预计该业务 2022-2024 年毛利率分别为 12.5%/14.0%/16.0%。

3) 模具业务: 2019-2021 年公司模具业务营收均速达 12%, 预计 2022-2024 年该业务保持平稳增长, 营收增速分别为 10.0%/10.0%/15.0%; 模具业务毛利率较为平稳, 预计该业务 2022-2024 年毛利率分别为 26.9%/26.9%/26.9%。

表9: 营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
汽车零部件				
收入	3661	3770	3884	4000
YOY	-4.3%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	14.7%	14.3%	14.0%	14.0%
新能源汽车零部件				
收入	650	1429	2715	5159
YOY		120.0%	90.0%	90.0%
毛利率	12.2%	12.5%	14.0%	16.0%
模具				
收入	210	231	254	292
YOY	37.9%	10.0%	10.0%	15.0%
毛利率	27.1%	26.9%	26.9%	26.9%
其他业务				
收入	196	236	283	339
YOY	24.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	70.6%	70.0%	70.0%	70.0%
总营收				
收入	4717	5666	7136	9790
YOY	14.1%	20.1%	25.9%	37.2%
毛利率	17.2%	16.7%	16.7%	17.4%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

费用上, 公司 2021 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.85%/2.75%/3.58%/-0.23%, 同比-0.04pct/-0.05pct/-0.24pct/-0.08pct, 费用率进一步下行。我们预计公司 2022-2024 年销售费用率分别为 0.85%/0.85%/0.83%、管理费用率分别为 2.80%/2.80%/2.77%、研发费用率分别为 3.58%/3.60%/3.60%、财务费用率分别为-0.14%/-0.12%/-0.13%。

表10: 营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用	40	48	61	81
销售费用率	0.85%	0.85%	0.85%	0.83%
管理费用	130	159	200	271
管理费用率	2.75%	2.80%	2.80%	2.77%
研发费用	169	203	257	352
研发费用率	3.58%	3.58%	3.60%	3.60%
财务费用	-11	-8	-8	-13
财务费用率	-0.23%	-0.14%	-0.12%	-0.13%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司是国内汽车冲压及焊接总成龙头企业, 通过收购江苏恒义进军新能源。我们选取行业内电池盒厂商**凌云股份**、**和胜股份**以及压铸领域的**旭升股份**、**拓普集团**作为可比公司:

1) 凌云股份: 公司主导产品有高强度、轻量化汽车安全防撞系统和车身结构件系统, 新能源汽车电池系统配套产品等, 新能源汽车壳为其核心产品之一;

2) 和胜股份: 在新能源汽车领域, 公司已成长为国内领先的新能源汽车电池结构件企业, 产品覆盖电池托盘、模组结构件和电芯外壳三大类别, 尤其以电池托盘业务发展最为迅速, 形成了交付规模、研发能力和生产制造等方面的领先优势;

3) 旭升股份: 公司主要从事精密铝合金零部件的研发、生产与销售, 是目前行业内少有的同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺的企业;

4) 拓普集团: 公司是汽车 NVH 减震系统、内外饰系统、车身轻量化领域的行业领先企业, 工艺包括冲压、锻造、高压压铸、低压铸造、差压铸造、挤压铸造等。

公司 22 年 PE 估值显著低于可比公司 PE 均值。公司 23-24 年项目逐步达产后有望显著增厚业绩, 中长期成长动能强劲, 看好公司收购江苏恒义后切入电动化增量赛道, 多维布局一体化压铸业务。

表11: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002824.SZ	和胜股份	46.80	1.03	1.61	2.54	3.56	45	29	18	13
600480.SH	凌云股份	9.91	0.30	0.40	0.52	0.61	33	25	19	16
603305.SH	旭升股份	41.81	0.66	0.95	1.29	1.72	63	44	32	24
601689.SH	拓普集团	82.00	0.92	1.47	2.02	2.63	89	56	41	31
	可比公司均值		-	-	-	-	58	38	28	21
603358.SH	华达科技	19.40	0.82	0.84	1.15	1.82	24	23	17	11

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测 (注: 可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期; 市值数据截至 2022 年 8 月 16 日)

4.3 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 56.66/71.36/97.9 亿元, 实现归母净利润 3.71/5.07/8 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 23/17/11 倍。细分领域龙头加速切入一体化压铸行业有效打开成长空间, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) 原材料成本超预期上行导致毛利率低预期：**上游原材料持续上涨，公司成本上升，导致毛利承压，影响利润
- 2) 产业竞争加剧：**随着一体化压铸业务的发展，公司可能面临行业竞争加剧的风险；
- 3) 轻量化及新能源相关业务拓展进度不及预期：**新能源汽车销量受经济、政策等多方面因素影响，轻量化及一体化压铸技术应用存在不及预期的风险。

华达科技报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,717	5,666	7,136	9,790
营业成本	3,903	4,720	5,945	8,089
营业税金及附加	25	30	39	50
销售费用	40	48	61	81
管理费用	130	159	200	271
研发费用	169	203	257	352
EBIT	367	526	656	980
财务费用	-11	-8	-8	-13
资产减值损失	-102	-94	-95	-97
投资收益	58	30	60	80
营业利润	417	453	612	958
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	418	453	612	958
所得税	52	62	82	126
净利润	366	391	530	832
归属于母公司净利润	358	371	507	800
EBITDA	560	729	876	1,219

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	997	1,050	1,416	1,631
应收账款及票据	921	1,583	1,583	2,652
预付款项	43	42	53	77
存货	1,348	1,347	1,975	2,656
其他流动资产	192	359	412	506
流动资产合计	3,502	4,380	5,438	7,522
长期股权投资	148	181	223	276
固定资产	1,225	1,228	1,237	1,239
无形资产	197	195	196	190
非流动资产合计	2,148	2,224	2,326	2,433
资产合计	5,651	6,603	7,764	9,955
短期借款	60	79	98	121
应付账款及票据	1,984	2,563	3,245	4,625
其他流动负债	200	296	357	459
流动负债合计	2,245	2,938	3,701	5,205
长期借款	43	43	43	43
其他长期负债	121	121	121	121
非流动负债合计	163	163	163	163
负债合计	2,408	3,101	3,864	5,368
股本	439	439	439	439
少数股东权益	232	252	275	307
股东权益合计	3,242	3,502	3,900	4,587
负债和股东权益合计	5,651	6,603	7,764	9,955

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.10	20.13	25.93	37.20
EBIT 增长率	30.32	43.47	24.84	49.30
净利润增长率	56.38	3.53	36.65	57.82
盈利能力 (%)				
毛利率	17.24	16.70	16.68	17.38
净利润率	7.60	6.55	7.10	8.17
总资产收益率 ROA	6.34	5.62	6.53	8.04
净资产收益率 ROE	11.90	11.41	13.98	18.69
偿债能力				
流动比率	1.56	1.49	1.47	1.45
速动比率	0.91	1.00	0.90	0.90
现金比率	0.44	0.36	0.38	0.31
资产负债率 (%)	42.62	46.97	49.77	53.92
经营效率				
应收账款周转天数	68.47	68.79	70.01	69.09
存货周转天数	108.97	106.20	106.01	107.06
总资产周转率	0.88	0.92	0.99	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.84	1.15	1.82
每股净资产	6.86	7.40	8.26	9.75
每股经营现金流	0.77	1.37	1.74	1.43
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.33
估值分析				
PE	24	23	17	11
PB	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	13.73	10.51	8.35	5.84
股息收益率 (%)	1.55	1.55	1.55	1.70

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	366	391	530	832
折旧和摊销	194	203	220	239
营运资金变动	-275	-71	-36	-477
经营活动现金流	337	603	766	630
资本开支	-227	-222	-258	-276
投资	-100	-241	-83	-91
投资活动现金流	-349	-431	-279	-285
股权募资	74	0	0	0
债务募资	73	19	19	23
筹资活动现金流	-5	-120	-120	-130
现金净流量	-17	52	366	215

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 7 月)	3
图 3: 公司产品横跨多个领域.....	4
图 4: 公司业务营收占比.....	4
图 5: 客户资源优质, 从大众和日系切入特斯拉和“新势力”.....	4
图 6: 营业收入及增速.....	5
图 7: 归母净利润及增速.....	5
图 8: 营业收入拆分.....	5
图 9: 毛利率与净利率情况.....	6
图 10: 分业务毛利率.....	6
图 11: 费用率.....	6
图 12: 研发费用.....	7
图 13: 2021 年我国汽车销量回升.....	8
图 14: 冲压件在汽车上的分布.....	8
图 15: 冲压件市场规模及增速 (亿元, %)	8
图 16: 图冲压件市场竞争格局.....	9
图 17: 主要冲压上市企业营业收入 (亿元)	10
图 18: 主要冲压上市企业净利润 (亿元)	10
图 19: 主要冲压上市企业研发费用率.....	10
图 20: 公司产品在整车上的分布.....	11
图 21: 公司产品持续升级.....	11
图 22: 华达科技主要客户结构变化.....	11
图 23: 公司车身零部件销量及单车价值量.....	12
图 24: 华达科技目前主要客户国内汽车销量表现情况.....	12
图 25: 华达科技在建工程 (亿元)	13
图 26: 江苏恒义营收和净利润.....	14
图 27: 江苏恒义产品.....	14
图 28: 公司客户拓展情况.....	14
图 29: 电池包技术发展路径.....	16
图 30: 中国和全球新能源汽车电池盒市场规模 (亿元)	16
图 31: 2021 年国内电池壳市场江苏恒义市占率约 12% (注: 仅展示部分上市公司电池盒市占率情况)	17
图 32: 联合布局轻量化产品.....	17
图 33: 布局一体化压铸产业链.....	19
图 34: 战投引入宁德时代+地方国资.....	19
图 35: 宁德时代电池战略.....	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司新品研发情况.....	7
表 2: 上市企业冲压件相关业务对比.....	9
表 3: 生产基地已有产能情况	12
表 4: 华达科技募投项目投资进度(亿元)	13
表 5: 乘用车减重带来车辆效能提升.....	15
表 6: 新能源汽车电池盒市场主要参与者及对应客户.....	15
表 7: 电池盒市场主要“玩家”	16
表 8: 电池托盘高性能镁合金应用及本地化生产项目.....	18
表 9: 营业收入及毛利率拆分	20
表 10: 营业收入及毛利率拆分	21
表 11: 可比公司 PE 数据对比	22
华达科技报表数据预测汇总.....	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026