

多利科技 (001311.SZ)

冲压龙头，特斯拉核心供应商，布局一体化压铸

公司是国内汽车冲压零部件头部企业，特斯拉、理想汽车核心供应商，盈利能力出众，布局一体化压铸，成长性较强，具备客户结构、成本以及区位三大显著优势。

- **客户结构优势：**2022年，公司来自特斯拉及理想汽车的收入占比分别为47.2%、11.6%，是特斯拉和理想汽车的核心供应商。几乎配套了其新能源客户所有主流车型，包括特斯拉Model Y、Model 3，理想ONE、L7、L8、L9，蔚来EC6、ES6、ES7、ET5，领跑T03、S01，并且对特斯拉和理想汽车供应的零部件种类多、数量大、单车金额高。
- **成本优势：**近几年公司毛利率在24%左右，销售净利率约为13%，均领跑行业，且产品ASP在不断提升，主要得益于：①公司掌握汽车冲压模具的研发及生产，已形成从前期工艺流程设计分析、冲压工艺模拟分析到后期的模具设计制造的完整技术工艺，可有效缩短模具制造的周期，能控制整体生产成本。②公司产品ASP从2019年的14.5元提升到了2022年的23元，提升幅度达58.6%，主要得益于公司焊接总成/集成产品占比较多，其中钢铝连接和铝铝连接的新工艺在行业中具备一定稀缺性，盈利能力较强，从而提升了公司的盈利水平。
- **区位优势：**出于与客户同步开发、向客户及时供货并最大限度降低产品运输成本等考虑，公司采取紧贴汽车产业集群建立生产基地的战略，先后在上海安亭、昆山、滁州、江苏常州、上海临港、江苏盐城和安徽六安进行配套布点，生产基地主要在长三角产业集群和中部汽车产业集群，重点服务上汽、特斯拉、理想汽车等客户。
- **布局一体化压铸：**公司在现有冲压、焊接业务的基础上，加快推进一体化压铸业务。具体项目进展：盐城多利6100吨一体化压铸生产线于2022年四季度试运行，目前已投入使用。盐城多利9200吨一体化压铸生产线，预计在今年7月份进场安装。安徽达亚初步规划两条6100吨一体化压铸生产线预计于今年2、3季度陆续进场安装。在一体化压铸新业务领域，公司目前已积累了良好的研发及生产基础，并取得了较高的产品良率。
- **投资建议：**公司具备优质的客户资源、出众的盈利能力以及对一体化压铸的布局，我们认为公司具有较强的成长动能以及较为稳定的盈利能力。预计2023、2024、2025年公司分别实现盈利5.25、6.45、8.35亿元，yoy分别为+18%、+23%、+29%，对应PE分别为28.2、22.9、17.7倍，首次给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**1、新增产能释放不及预期；2、下游需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2772	3355	4160	5254	6952
同比增长	65%	21%	24%	26%	32%
营业利润(百万元)	466	550	646	794	1027
同比增长	95%	18%	17%	23%	29%
归母净利润(百万元)	386	446	525	645	835
同比增长	148%	16%	18%	23%	29%
每股收益(元)	2.73	3.16	2.85	3.50	4.54
PE	29.5	25.5	28.2	22.9	17.7
PB	8.0	6.1	2.6	2.4	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：80.41元

基础数据

总股本(万股)	14133
已上市流通股(万股)	3533
总市值(亿元)	114
流通市值(亿元)	28
每股净资产(MRQ)	28.3
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	22.5%
主要股东	曹达龙
主要股东持股比例	47.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	30	30
相对表现	9	28	34



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

汪刘胜 S1090511040037
wangls@cmschina.com.cn
陆乾隆 研究助理
luqianlong@cmschina.com.cn

正文目录

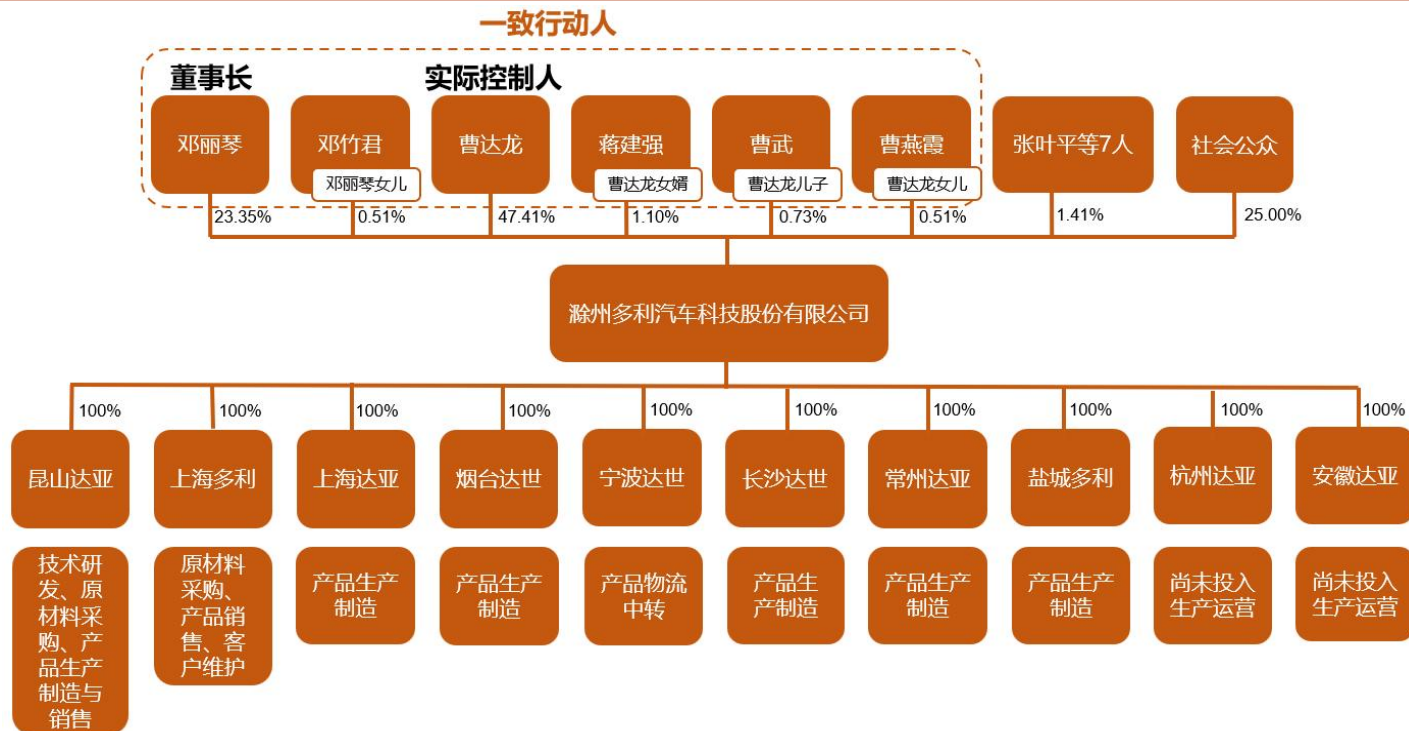
一、公司基本情况分析	4
二、汽车冲压零部件市场空间大，公司竞争力显著	9
三、成本、客户、区位优势铸就行业龙头	13
1、成本控制能力优异、模具与零部件协同生产	13
2、客户结构优异，绑定新能源头部整车厂	14
3、区位优势显著，深耕长三角产业群	17
四、布局一体化压铸，拓展第二增长点	18
五、盈利预测及投资建议	20
1、盈利预测	20
2、投资建议	20
六、风险提示	21
七、PE-PB Band	21

图表目录

图 1：公司主要业务及产品	4
图 2：公司股权架构	5
图 3：公司主营业务收入产品构成（%）	6
图 4：2022 年公司主营业务收入区域构成（%）	6
图 5：公司营业收入及同比增长（亿元；%）	6
图 6：公司净利润及同比（亿元；%）	6
图 7：公司销售毛利率及净利率（%）	7
图 8：公司冲压零部件 ASP	7
图 9：公司期间费用（万元）	7
图 10：公司期间费用率（%）	7
图 11：公司乘用车冲压零部件市场占有率（%）	8
图 12：公司新能源车冲压零部件市场占有率（%）	8
图 13：公司固定资产及在建工程（亿元）	9
图 14：公司资本支出（亿元）	9
图 15：我国乘用车销量（万辆）	11

图 16: 我国新能源乘用车销量 (万辆)	11
图 17: 同行业上市公司毛利率对比	14
图 18: 同行业上市公司期间费用率对比	14
图 19: 与整车制造商、零部件供应商合作关系发展历程	14
图 20: 2023M1-4 国内乘用车批发量 top10	16
图 21: 2023M1-4 国内乘用车批发量 top10 同比增速	16
图 22: 一体化压铸发展趋势	19
图 23: 多利科技历史 PEBand	21
图 24: 多利科技历史 PBBand	21
表 1: 截至 2022 年公司参控股公司一览 (亿元)	5
表 2: 公司毛利率构成情况	6
表 3: 公司产销率	8
表 4: 公司产能利用率	8
表 5: 公司募集资金、自筹资金投资项目及在建工程	9
表 6: 公司主要汽车冲压零部件产品	10
表 7: 我国汽车冲压零部件市场空间	11
表 8: 公司主要竞争对手	12
表 9: 公司主要竞争对手财务情况	12
表 10: 公司主要汽车冲压模具产品	13
表 11: 公司零部件客户及配套产品	14
表 12: 2022 年 1-6 月公司主要客户	15
表 13: 2022 年公司主要客户	15
表 14: 公司新能源客户配套产品	15
表 15: 公司新能源客户销量一览 (辆)	16
表 16: 公司主要的汽车产业集群	17
表 17: 主要子公司区位及职能	18
表 18: 国内布局一体化压铸的第三方压铸公司	19
表 19: 公司营收及毛利率拆分	20
附: 财务预测表	22

图 2：公司股权架构



资料来源：WIND、招商证券

公司众多控股子公司中，昆山达亚是公司主要生产制造基地、研发及技术中心。由于昆山达亚和上海多利具备整车厂认证的合格供应商资质，公司对外销售主要通过昆山达亚和上海多利开展，合并范围内其他主体为生产主体，因此存在合并范围内生产主体向销售主体销售成品零部件的环节；另一方面，由于产能匹配等原因，会出现不同生产主体之间半成品零部件相互调货的情况，进而产生合并范围内半成品零部件的内部交易。2019-2020 年昆山威特亿为冲压模具的生产主体，昆山达亚于 2020 年吸收合并昆山威特亿，2021 年起昆山达亚作为冲压模具的生产主体，其中部分冲压模具先销售至上海多利，再对外销售。

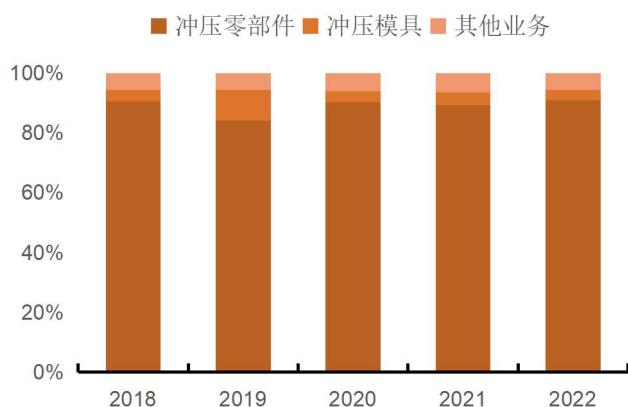
表 1：截至 2022 年公司参控股公司一览（亿元）

序号	被参控公司	直接持股比例(%)	注册资本	投资额	营业收入	净利润	总资产
1	昆山达亚汽车零部件有限公司	100.00	7.05	9.93	40.52	2.85	44.18
2	上海多利汽车配件有限公司	100.00	1.00	5.65	5.85	0.21	17.95
3	常州达亚汽车零部件有限公司	100.00	0.10	0.10	4.14	0.17	3.34
4	上海达亚汽车配件有限公司	100.00	0.05	0.05	7.33	0.57	8.05
5	盐城多利汽车零部件有限公司	100.00		1.00			
6	安徽达亚汽车零部件有限公司	100.00		0.50			
7	杭州达亚汽车零部件有限公司	100.00		0.01			
8	烟台达世汽车配件有限公司	100.00		0.04			
9	宁波达世汽车配件有限公司	100.00		0.37			
10	长沙达亚汽车配件有限公司	100.00		0.66			

资料来源：公司公告、招商证券

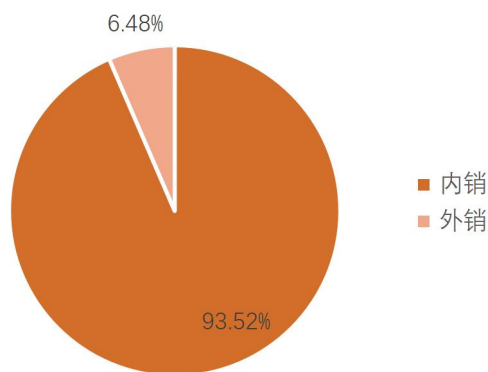
公司主营业务清晰，构成比例相对稳定。汽车冲压零部件是公司主营业务收入的主要来源，2022 年冲压零部件业务营收 30.50 亿元，占公司总营收的 90.92%，冲压模具业务仅占公司总营收的 3.59%，其他业务主要为边角废料的收入，大约占营业收入的 5.49%左右。公司主要市场在中国大陆地区，占比 93.52%。

图 3: 公司主营业务收入产品构成 (%)



资料来源: WIND、招商证券

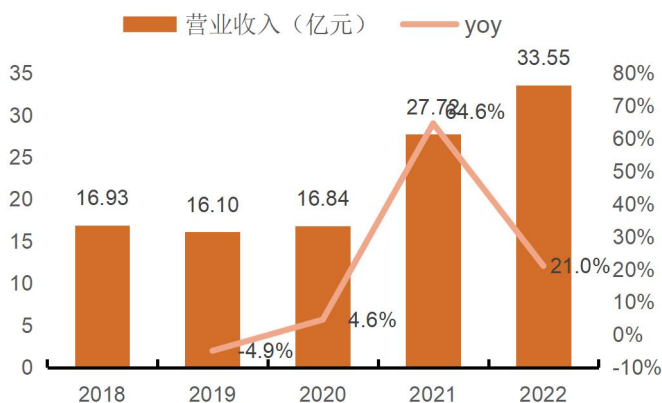
图 4: 2022 年公司主营业务收入区域构成 (%)



资料来源: WIND、招商证券

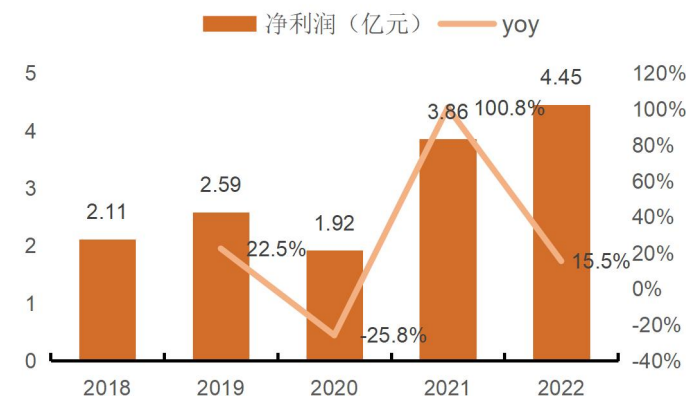
新能源汽车业务快速增长, 带动公司营收高增。2020 年公司拓展新能源汽车业务, 随着下游新能源汽车行业快速发展, 公司新能源汽车零部件业务的销售收入也随之大幅增长, 2022 年公司营业收入为 33.55 亿元, 同比增长 21.0% 从 2019 年到 2022 年公司营收增长了一倍, CAGR 为 27.7%。2022 年公司盈利 4.45 亿元, 同比+15.5%, 2019-2022 年盈利 CAGR 为 19.8%。

图 5: 公司营业收入及同比增长 (亿元; %)



资料来源: WIND、招商证券

图 6: 公司净利润及同比 (亿元; %)



资料来源: WIND、招商证券

2022 年, 公司综合毛利率 24.54%, 其中零部件毛利率 25.57%, 模具毛利率 11.25%, 公司综合毛利率长期维持在 24% 左右, 2020/2021 年钢材、铝材价格上升对公司零部件业务毛利率产生了冲击, 2022 年随着原材料价格的走低, 公司零部件毛利率提升至 25.57%。公司销售净利率近些年都维持在 10% 以上, 在冲压行业中盈利水平较高。总体来讲, 公司的盈利能力较好, 成本控制较为优异。

产品结构优化, ASP 不断提升。公司产品 ASP 从 2019 年的 14.5 元提升到了 2022 年的 23 元, 提升幅度达 58.6%, 主要得益于公司产品结构的调整: 公司做了较多的焊接总成/集成。新能源客户, 比如特斯拉、理想、蔚来会使用很多新型轻量化工艺, 包括钢铝连接和铝铝连接, 而行业中做钢铝连接和铝铝连接做的企业较少, 因此公司获得了更高的毛利率以及 ASP 的提升。

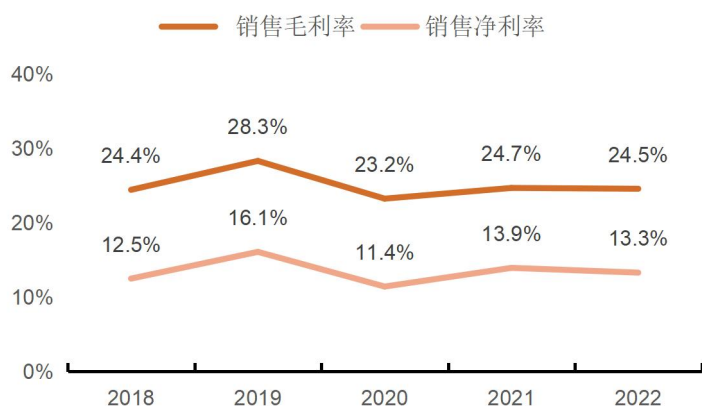
表 2: 公司毛利率构成情况

项目	2018	2019	2020	2021	2022
综合毛利率	24.40%	28.28%	23.21%	24.65%	24.54%
冲压零部件	20.55%	25.57%	18.82%	20.08%	25.57%
冲压模具	8.74%	11.25%	10.01%	10.45%	11.25%

其他业务 97.77% 98.66% 97.63% 97.11% —

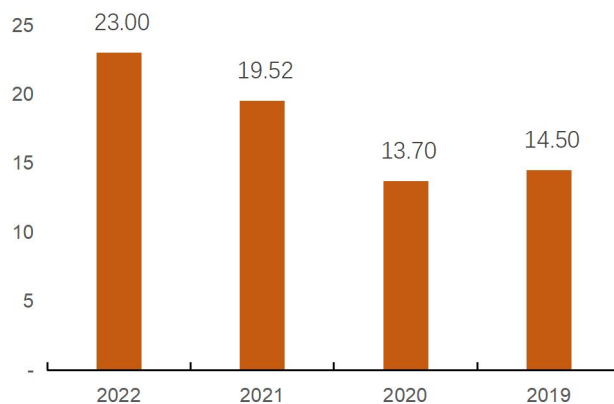
资料来源：WIND、招商证券

图 7：公司销售毛利率及净利率（%）



资料来源：WIND、招商证券

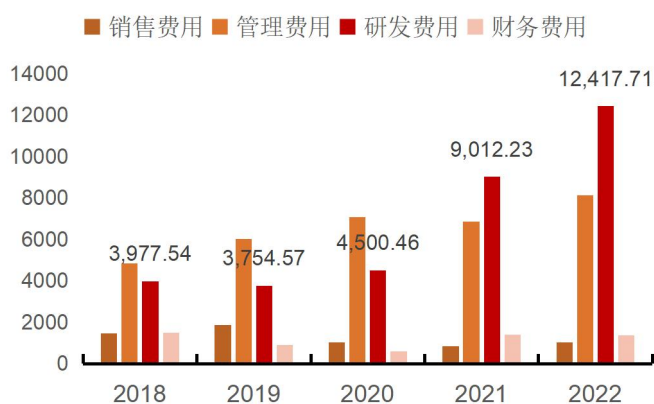
图 8：公司冲压零部件 ASP（元/件）



资料来源：WIND、招商证券

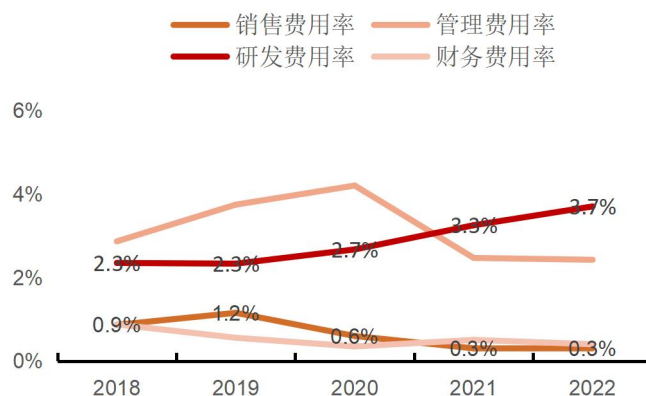
研发费用投入逐年增加，期间费用率逐年走低。公司销售费用率及财务费用率逐年走低，管理费用率相对稳定，因公司自成立以来一直高度重视技术研发和产品创新，因此研发费用投入在逐年提升，从 2019 年的 2.3% 提升到了 2022 年的 3.7%，绝对值也从 3754 万提升至 12417 万，三年提升 231%。

图 9：公司期间费用（万元）



资料来源：WIND、招商证券

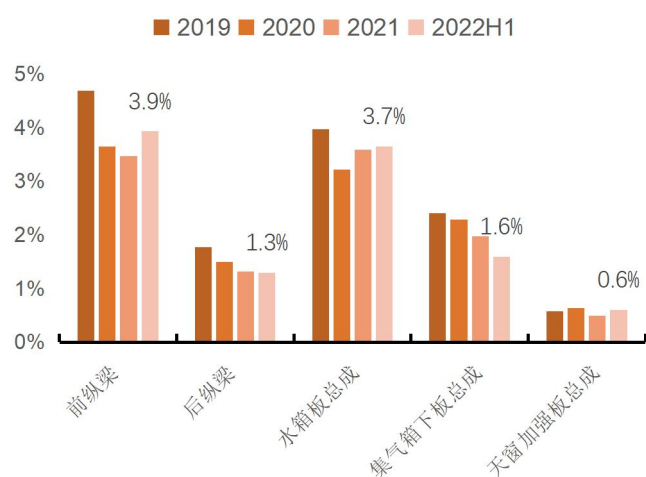
图 10：公司期间费用率（%）



资料来源：WIND、招商证券

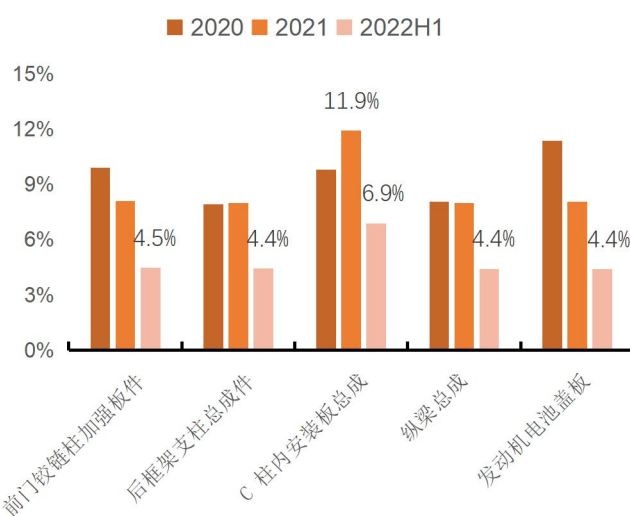
公司乘用车主要产品市占率较为稳定。前纵梁、水箱板总成市场占有率近些年都保持在 3% 以上。公司配套新能源汽车的主要产品市占率从 2020 年开始大幅提升，主要系公司积极拓展布局新能源整车客户，配套了特斯拉、理想汽车、蔚来汽车、零跑汽车和华人运通等知名新能源整车制造商，其中 C 柱内安装板总成 2021 年市占率达到了 11.9%。2022 年 1-6 月，公司新能源产品市场占有率有所下降，主要是由于比亚迪等国产新能源厂商增长较大。

图 11: 公司乘用车冲压零部件市场占有率 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 公司新能源车冲压零部件市场占有率 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

公司产能利用率以及产销率始终维持高位。2019-2022H1, 公司产能利用率分别为 98.13%、93.30%、126.88%和 106.48%, 近几年产销率也接近 100%, 公司总体产能利用率趋于饱和状态。目前公司的产能总体上适应整车制造商的订单需求, 未来随着昆山、常州和滁州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。

表 3: 公司产销率

项目	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	
冲压零部件	产量 (万件)	14,617.41	14,381.80	12,203.17	10,787.58
	销量 (万件)	14,585.32	14,200.76	12,291.70	11,104.85
	产销率	99.78%	98.74%	100.73%	102.94%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 公司产能利用率

项目	2022 年 1-6 月	2021 年	2020 年	2019 年
理论冲压次数 (万次)	7,442.16	12,904.32	11,689.92	11,601.92
实际冲压次数 (万次)	7,924.27	16,372.93	10,906.49	11,385.10
产能利用率	106.48%	126.88%	93.30%	98.13%

资料来源: 公司公告、招商证券

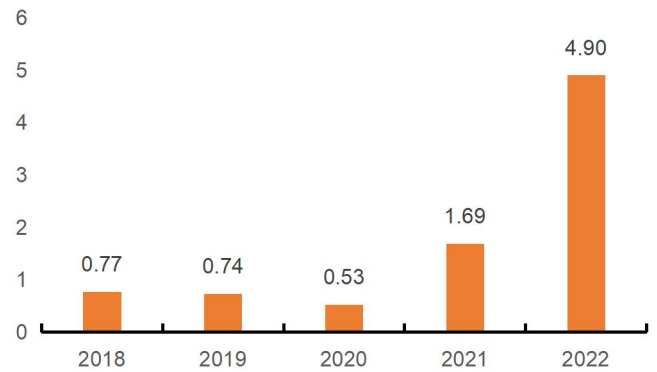
2022 年资本开支提速, 助力公司业务快速扩张。公司近两年投资力度持续增强, 固定资产总额持续增长, 2022 年公司资本开支 4.90 亿元, 同比+189.9%, 预计未来 2-3 年公司汽车冲压零部件产能得到大幅提升, 外协生产规模减小, 汽车冲压零部件业务营收迅速增加。

图 13: 公司固定资产及在建工程 (亿元)



资料来源: WIND、招商证券

图 14: 公司资本支出 (亿元)



资料来源: WIND、招商证券

表 5: 公司募集资金、自筹资金投资项目及在建工程

项目名称	项目总投资 (亿元)	募集资金投入金额 (亿元)	新增产能	项目时间	主要客户
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	年产 2300 万件冲压件	2 年	上汽大众南京分公司、上汽大众仪征分公司、上汽大通南京分公司、蔚来汽车
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	一期: 新增年产上汽大通 SV63 车型 6 万台(套)、理想汽车 M01 车型 15 万台(套)焊接件, 已经投资完成; 二期: 新增年产 1320 万件汽车冲压件和 10 万套焊接件	2 年	理想汽车、上汽大通无锡分公司
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	年产 20 万套电池托盘、1560 万件冲压件	2 年	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉
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	高端合金车身、汽车底盘及汽车零部件的生产和销售。项目建成后可实现年产车身及底盘零部件 1,200 万件	2 年	华人运通、上汽大众、上汽乘用车
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	年产 1600 万件冲压件	2 年	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉、理想汽车

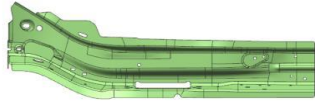
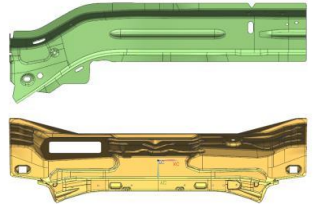
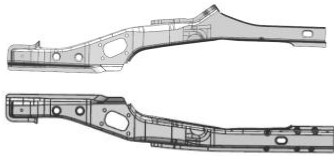

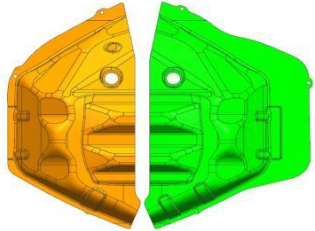

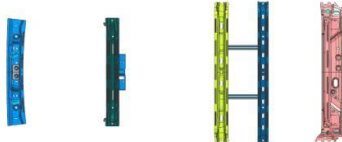

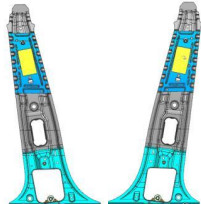
资料来源: 公司公告、招商证券

二、汽车冲压零部件市场空间大, 公司竞争力显著

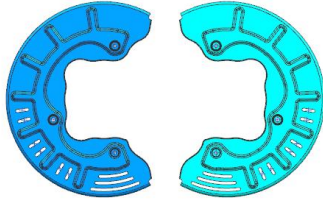
整车生产制造环节分为冲压、焊接、涂装、总装四大工艺, 其中冲压零部件是通过压力机和模具对板材、带材等施加外力, 使之产生塑性形变或分离, 从而得到的所需形状和尺寸的工件, 汽车冲压零部件种类繁多, 包括车身覆盖件、车内支撑件、结构加强件、座椅系统、仪表系统及排气系统等。汽车冲压零部件占整车钢材消耗量的 72.6%, 平均每辆车上约有 1500 个冲压件, 其质量的高低决定了整车的寿命以及使用寿命。通过冲压工艺做出的汽车零部件具有薄、匀、轻、强、尺寸精度高、表面质量好、规格一致的特点, 且此工艺生产效率高、生产成本低。公司是国内早期从事

并专注于生产汽车冲压零部件的企业，目前生产并销售的冲压零部件合计 3000 余种，在生产技术、配套能力等方面具有很强的竞争优势。

表 6: 公司主要汽车冲压零部件产品

产品类型	产品图片	使用位置	产品用途
前纵梁		位于车头发动机舱下方	作为承载部件,支撑整个车身系统,防止车身变形
水箱板总成		位于车身后部仪表盘前端	连接左右 A 柱加强板,是发动机舱内重要组成部分
后纵梁		位于车身后下部	用于支撑后地板,安装后轮悬挂
天窗框		位于汽车车顶,主要嵌入在车顶顶盖	构成整车天窗系统
轮罩		位于汽车车轮与车厢之间	用于安装车轮挡泥板及隔音棉等,阻隔车轮行驶过程中产生的泥沙及噪音等
门窗框		位于汽车的侧围,主要嵌入在汽车车门	构成整车门窗系统
顶盖梁		位于车辆顶部	顶部加强保护作用,防止车辆侧面碰撞顶盖变形
A 柱内板等		位于驾驶舱前部左右两侧	车厢结构的主要部件,起到上下连接以及满足碰撞安全的作用
B 柱加强板等		位于座舱前后排之间	支撑车辆结构,保证侧面碰撞安全

挡泥板



位于刹车盘后面

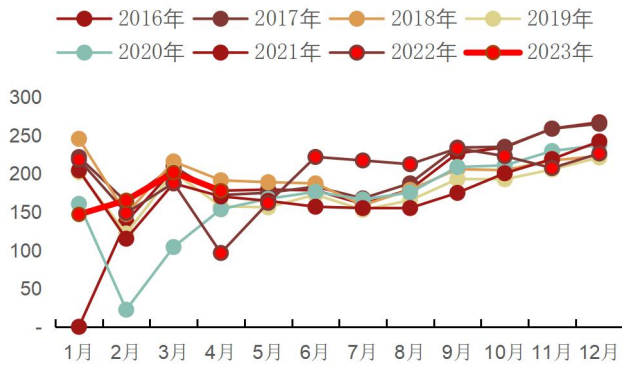
保护刹车盘

资料来源：公司公告、招商证券

2022 年我国乘用车市场在购置税政策补贴的刺激下，销量整体表现较好，同比增长 2.3%，2023 年受前一年透支效应的影响，一季度销量有所承压，同比下降 6.65%，四月份受各地补贴以及上海车展刺激拉动，销量有了显著恢复，同比提升 87.65%，已经恢复至历史正常水位，整体来看 2023 年我国车市有望在各地促销以及补贴政策的推动下温和回暖。

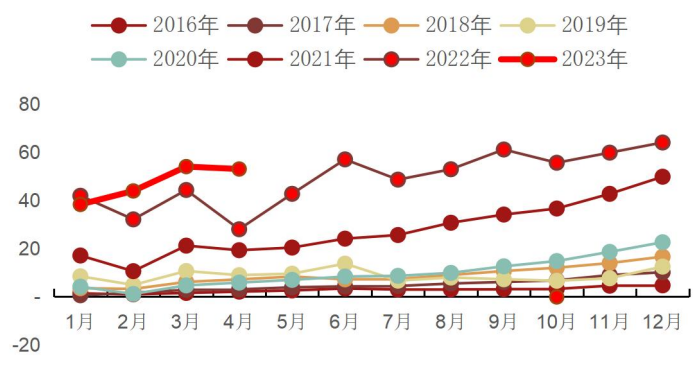
2022 年我国新能源乘用车实现了高速增长，同比+89.84%。2023 年一季度同样受到去年高基数以及补贴退出的影响，增速有所放缓，同比+23.01%，但是 4 月份销量恢复较为理想，同比+86.56%，1-4 季度同比+36.31%。我们预计 2023 年新能源汽车同比有望实现 40%左右的增速。

图 15：我国乘用车销量（万辆）



资料来源：中汽协、招商证券

图 16：我国新能源乘用车销量（万辆）



资料来源：中汽协、招商证券

新能源汽车销量高速增长带动冲压零部件市场不断扩大。整车生产过程中有 60%-70%的金属零部件采用冲压加工成形，冲压零部件广泛应用于车身的各种覆盖件、车内支撑件、结构加强件等。每辆车上平均包含 1500 余个冲压件，我们假设 2022 年单车冲压零部件价值量为 1.00 万元，产品价值量年降 2%，2022 年我国汽车销量为 2686 万辆，汽车冲压零部件市场空间为 2685 亿元。新能源汽车业务方面，由于新能源汽车在轻量化、一体化车身不断迭代，单车冲压零部件价值量会逐渐减小，但随着新能源车市场需求快速增长，我们预计 2025 年新能源汽车冲压零部件市场空间有望突破 1400 亿元。

表 7：我国汽车冲压零部件市场空间

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
我国汽车销量（万辆）	2575	2527	2625	2685	2685	2819	2960
汽车销量 yoy	-8.1%	-1.9%	3.9%	2.3%	0.0%	5.0%	5.0%
单车冲压零部件价值量（万元/车）	1.06	1.04	1.02	1.00	0.98	0.96	0.94
汽车冲压零部件市场空间（亿元）	2730	2628	2678	2685	2631	2706	2782
我国新能源汽车销量（万辆）	121	132	351	687	950	1209	1489
新能源汽车销量 yoy	-3.3%	9.7%	165.1%	95.9%	38.3%	27.3%	23.2%
新能源汽车冲压零部件市场空间（亿元）	128	137	358	687	931	1161	1400

资料来源：中汽协、华经产业研究院、招商证券

汽车冲压零部件市场竞争较为激烈。目前市场上汽车冲压零部件及焊接件生产的企业众多，约达 1.5 万家，具备较大生产规模的第三方冲压公司主要为多利科技、长华股份、博俊科技、华达科技、祥鑫科技、无锡振华、英利汽车、金

鸿顺、黎明股份、长青股份等。

表 8: 公司主要竞争对手

公司名称	总市值 (亿元)	主营业务	主要产品	公司客户
浙江长华汽车零部件股份有限公司	55.92	汽车金属零部件	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、广汽三菱等
江苏博俊工业科技股份有限公司	47.99	汽车精密零部件和精密模具	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、门窗等系统的注塑组件等	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
华达汽车科技股份有限公司	93.78	汽车车身冲压件、管类件及相关模具	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
祥鑫科技股份有限公司	103.05	金属结构件和精密冲压模具	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
无锡市振华汽车部件股份有限公司	33.24	汽车零部件和相关模具	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、联合电子、爱德夏、考泰斯等
长春英利汽车工业股份有限公司	81.59	汽车零部件	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
苏州金鸿顺汽车部件股份有限公司	28.93	汽车冲压零部件及其相关模具	车身零部件、底盘零部件和冲压模具	上汽大众、东南(福建)汽车、广州汽车集团、德国本特勒汽车、博士集团、德国大陆集团等
上海黎明机械股份有限公司	25.43	汽车车身零部件业务和物流服务业务	汽车车身零部件和相关模具	上汽通用、上汽大众等
合肥常青机械股份有限公司	35.60	汽车冲压及焊接零部件	车身零部件和底盘零部件	江淮汽车集团、福田戴姆勒汽车、奇瑞汽车、北汽集团、比亚迪等

资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

从营收规模来看, 主要从事冲压业务的上市零部件公司中, 多利科技、长青股份、英利汽车、祥鑫科技、华达科技竞争力较强。但是结合营收增速、盈利增速、毛利率、净利率几个方面来看, 多利科技、祥鑫科技、博俊科技三个公司脱颖而出, 因此从财务角度来看, 多利科技无疑是汽车冲压零部件领域的龙头企业之一。

表 9: 公司主要竞争对手财务情况

公司	冲压焊接产品占比	22 年营收 (亿元)	19-22 年营收 CAGR	22 年归母 (亿元)	19-22 年归母 CAGR	22 年销售毛利率	22 年销售净利率
多利科技	91%	33.55	27.7%	4.46	30.9%	24.5%	13.3%

常青股份	83%	31.63	19.9%	0.96	57.8%	15.0%	3.0%
英利汽车	75%	50.94	1.9%	0.58	-27.1%	10.2%	1.4%
联明股份	57%	12.31	5.9%	1.48	26.5%	23.8%	12.5%
金鸿顺	86%	5.16	-12.4%	-0.12	-48.8%	11.8%	-2.3%
祥鑫科技	60%	42.89	39.0%	2.57	19.3%	17.6%	6.0%
博俊科技	82%	13.91	38.6%	1.48	32.4%	25.1%	10.6%
长华集团	52%	18.35	8.7%	1.10	-18.9%	15.0%	6.0%
华达科技	75%	51.63	7.3%	2.60	18.6%	14.8%	5.1%
无锡振华	68%	17.47	3.6%	0.81	-8.6%	15.4%	4.6%

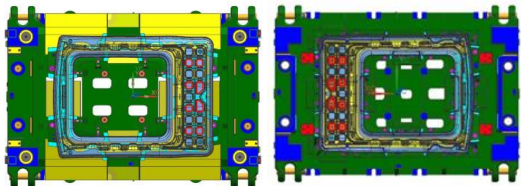
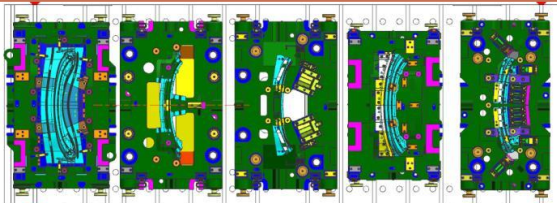
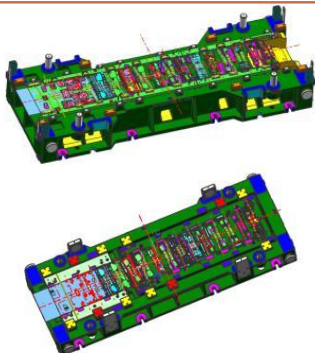
资料来源: Wind、公司公告、招商证券

三、成本、客户、区位优势铸就行业龙头

1、成本控制能力优异、模具与零部件协同生产

公司成立之初即组建了汽车冲压模具的研发团队,目前已形成从前期工艺流程设计分析、冲压工艺模拟分析到后期的模具设计制造的完整技术工艺。这些技术工艺可有效缩短模具制造的周期,提高模具产品的精度,有效控制整体生产成本。公司在冲压模具设计、开发、制造等核心技术上取得了多项专利,公司通过多年的技术积累,可以在高精度、高强度、超高强度方面实现单冲模、多工位模和级进模的开发设计、制造加工、销售和服务一体化,具备工艺流程设计、工艺模拟分析及模具设计制造的完整技术工艺是公司的核心竞争力之一。

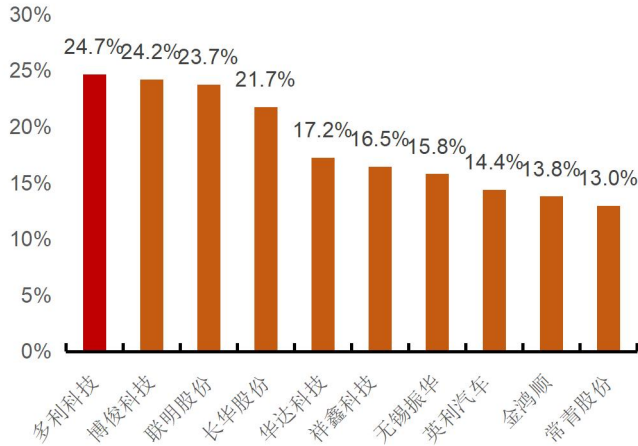
表 10: 公司主要汽车冲压模具产品

产品名称	产品图片	适用范围	特点
单冲模		适用于白车身主要零部件	工作内容分序冲压,使产品各个不同特征分步实现,有利于复杂零件、压力需求较大的零件的冲压
多工位模		适用于横梁类、前后保险杠、前后围板等细长型零件	可同时间完成多道工序,生产效率高
级进模		适用于工艺相对简单、尺寸较小的车身结构零件	生产效率更高,模具安装方便,但工艺安排有一定局限性,材料利用率较低

资料来源: 公司公告、招商证券

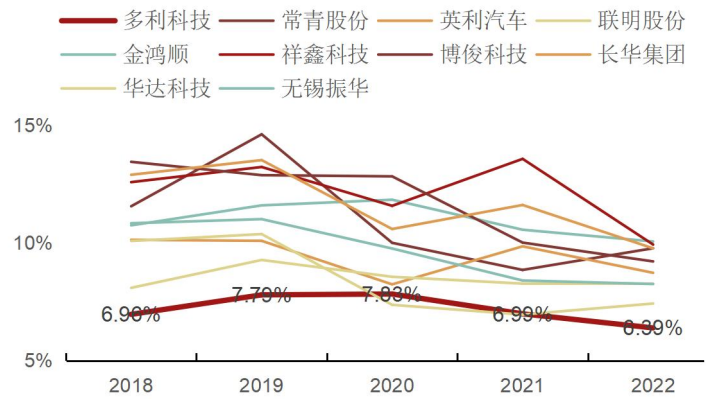
对比同行业上市公司,多利科技毛利率约为 24%,居于同类公司首位,而期间费用率控制方面,公司更是显著优于同业其他公司,2019-2022 年,期间费用率分别为 7.79%、7.83%、6.99%、6.39%,在保持较低基数且高研发投入的情况下依然在逐年优化。优秀的毛利率以及期间费用率均说明了公司优异的成本控制能力。

图 17: 同行业上市公司毛利率对比



资料来源: WIND、招商证券

图 18: 同行业上市公司期间费用率对比



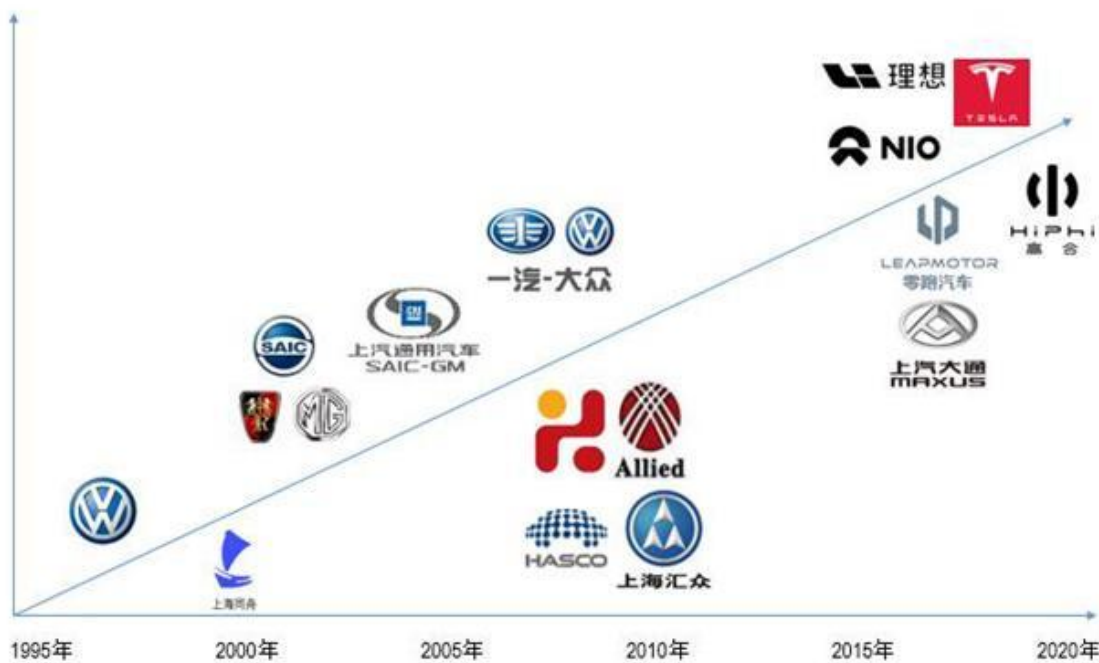
资料来源: WIND、招商证券

2、客户结构优异，绑定新能源头部整车厂

公司客户主要分为三类。第一类包括上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等合资车企。第二类是新能源主机厂，主要是特斯拉、理想汽车、蔚来汽车、零跑汽车、高合汽车等。第三类是零部件供应商，包括新朋股份、上海同舟、上海安莱德等。

在我国汽车国产化浪潮中，公司及时把握发展机遇，成为了行业龙头上汽大众、上汽通用等合资车企的冲压零部件供应商。在电动化浪潮中，公司在现有燃油整车制造商稳定配套合作的基础上，积极拓展布局新能源整车客户，进入了头部电动车企特斯拉、理想汽车、蔚来汽车、零跑汽车等供应体系。

图 19: 与整车制造商、零部件供应商合作关系发展历程



资料来源: 公司公告、招商证券

表 11: 公司零部件客户及配套产品

客户	主要供应零部件
----	---------

新朋股份	前纵梁、中央通道、窗框、水箱板总成、后地板后部总成、副车架前支架、后纵梁、侧围加强板、车门板加强板、座椅横梁等
上海同舟	中地板、座椅横梁、水箱、前地板尾部加强板总成、外部横梁总成、锁加强板、侧围加强板、门槛加强板等
上海安莱德	水槽支撑板总成、组合尾灯支座、纵梁上部、后地板、窗框、A柱加强板、副车架前支架等
华域车身	地板通道前部通道加强板、前纵梁后部纵梁、后纵梁后部纵梁、5号上横梁支架后板、后座椅支撑板、后悬架支架加强件、防火墙加强件、仪表板上延伸板、前纵梁内板加强件、1#横梁、2#横梁等
上海汇众	挡泥板等

资料来源：公司公告、招商证券

截至到 2022H1，公司前五大客户特斯拉、理想汽车、上汽集团、上汽通用、上汽大众占公司营收比重分别为 44.6%、12.3%、11.1%、6.8%、6.0%，2022 年，特斯拉收入占比则提升至 47.2%，理想汽车收入占比为 11.6%，公司与特斯拉及理想汽车合作非常紧密，有望享受特斯拉快速发展红利。

表 12: 2022 年 1-6 月公司主要客户

客户名称	销售金额(万元)	占营业收入比重
特斯拉	61,523.90	44.6%
理想汽车	17,044.79	12.3%
上汽集团	15,310.76	11.1%
上汽通用	9,362.61	6.8%
上汽大众	8,318.33	6.0%

资料来源：公司公告、招商证券

表 13: 2022 年公司主要客户

客户名称	销售金额(万元)	占营业收入比重
特斯拉	158,470.90	47.2%
理想汽车	38,926.38	11.6%

资料来源：公司公告、招商证券

公司配套了新能源客户几乎所有主流车型，包括特斯拉 Model Y、Model 3，理想 ONE、L7、L8、L9，蔚来 EC6、ES6、ES7、ET5，领跑 T03、S01，且配套零部件种类多、数量大、单车金额高。

表 14: 公司新能源客户配套产品

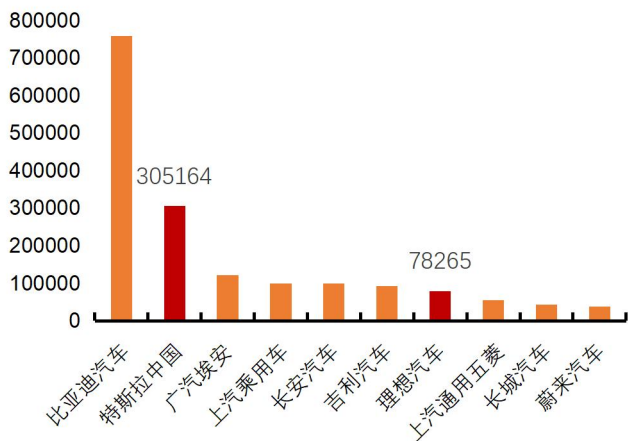
品牌	主要车型	主要供应零部件
特斯拉	Model Y	门铰链加强板、副车架支架、顶盖总成、车架纵梁、前门加强板、后地板横梁总成、门框加强板等
	Model 3	翼子板内板、车门防撞梁、玻璃导轨、减震塔、大地板、尾端板、充电口支架、车尾纵梁安装板、前舱侧翼加强板、电池支架托架总成、防撞梁支架、踏板总成、前舱侧翼加强板、车尾纵梁安装板等
理想汽车	理想 ONE	空气室盖总成、后围总成、天窗加强板焊接总成、顶盖中横梁总成、前围上盖板总成、D 柱内板总成、侧围后内板分总成、侧围 D 柱加强板总成、散热器上横梁总成、侧围 A 柱内板上段
	理想 L7	总成、前座椅后横梁总成、前地板左梁总成、后地板第二横梁焊接总成等
	理想 L8	
	理想 L9	
蔚来汽车	EC6	前/后门腰线加强板、前/后门铰链加强板、电机罩锁扣、电机罩锁扣加强板等
	ES6	
	ES7	

零跑汽车	ET5	
	T03	左右前轮罩内板总成、左右减震器安装座板、左右前轮罩上加强板总成、左右前轮罩前延伸板总成、左右前纵梁上边梁内板、左右 A 柱内板总成、保险丝盒安装支架总成等
	S01	左右后地板中横梁连接板、左右后地板后横梁连接板、后地板本体、后地板后横梁、后地板中横梁总成、左右后防撞梁安装板总成、左右后减震弹簧座总成、左右后纵梁加强板、制动软管支架、左右纵臂支架总成等
华人运通	HiPhi X/Z	左右前纵梁总成、左右门槛梁总成、左右前轮罩总成、左右后轮罩总成、前地板总成、中地板总成、后地板总成、前围护板上板总成、后围板总成、前围板总成、前保上防撞梁总成、左右顶盖前窗边梁内板总成、左右铰链柱外板总成、左右 C 柱外加强板总成、左右 H 铰链柱外板总成等
天际汽车	ME 7	撑板、充电口支架、后地板前横梁本体、天窗加强板总成、纵梁上部焊接总成等

资料来源：公司公告、招商证券

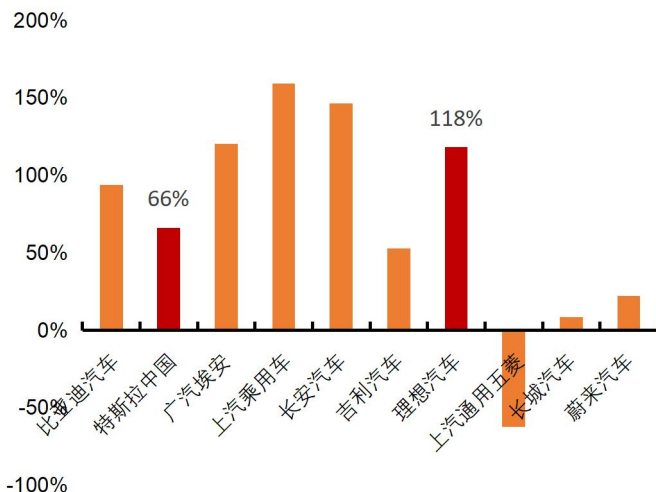
客户结构优质，下游动能强劲。公司的主要增长点来源于下游新能源客户的增长以及新业务的拓展。2022 年特斯拉销量为 71 万辆，2023 年 1-4 月份销量 30.5 万辆，同比+66.1%，我们预计今年全年特斯拉销量有望达到 110 万辆，同比+55%。理想汽车 2022 年销售 13.3 万辆，2023 年 1-4 月销量 7.8 万辆，同比+118.1%，我们预计今年全年销量有望达到 30 万辆，同比+125%，目前理想汽车是销量表现最为优异的造车新势力，其产品深受消费者喜爱且销量基数较低，后续有望保持高增速。

图 20: 2023M1-4 国内乘用车批发量 top10 (辆)



资料来源：乘联会、招商证券

图 21: 2023M1-4 国内乘用车批发量 top10 同比增速



资料来源：乘联会、招商证券

表 15: 公司新能源客户销量一览 (辆)

	2019	2020	yoy	2021	yoy	2022	yoy	2023 1-4 月	2023E	yoy
总计	4537	14799	226%	48413	227%	71086	47%	305164	110000	55%
特斯拉中国	Model 3	2	7	0	28399	5	25577	102123	0	
	Model Y	3	9	9	20013	4	45509	203041	1	
	Model Y	/	/	1	1	1	1			
理想汽车	总计	1000	32624	3162%	90491	13324	47%	78265	300000	125%
	理想 ONE	1000	32624	/	90491	78502	/	5467	/	/
	理想 L7	/	/	/	/	/	/	18188	/	/
	理想 L8	/	/	/	/	15482	/	27402	/	/

	理想 L9	/	/	/	/	/	39262	/	27208	/	/
	总计	20139	44493	121%	92921	109%	135842	46%	37699	180000	33%
蔚来汽车	蔚来 ET5	/	/	/	/	/	13819	/	25604	/	/
	蔚来 ET7	/	/	/	118	/	26488	/	1823	/	/
	蔚来 EC6	/	5367	/	30121	/	18169	/	254	/	/
	蔚来 ES6	11970	28020	/	41739	/	45451	/	574	/	/
	蔚来 ES7	/	/	/	/	/	16113	/	4273	/	/
	蔚来 ES8	8169	11106	/	20943	/	15763	/	34	/	/
	合计	10006	15091	51%	69674	362%	152073	118%	37256	200000	32%
	合众汽车	哪吒 S	/	/	/	/	/	2205	/	8008	/
哪吒 V		/	3033	/	49646	/	98847	/	18020	/	/
哪吒 N01		10006	7430	/	/	/	—	/	—	/	/
哪吒 U		/	4628	/	20028	/	51021	/	10933	/	/
哪吒 GT		/	/	/	/	/	—	/	295	/	/
	合计	1037	11391	998%	44378	290%	111168	151%	19235	150000	35%
零跑汽车	T03	/	10266	/	39410	/	61919	/	5379	/	/
	S01	1037	1125	/	290	/	63	/	7761	/	/
	C01	/	/	/	/	/	4815	/	2418	/	/
	C11	/	/	/	4678	/	44371	/	3677	/	/
	合计	/	10	/	4237	42270%	4520	7%	545 (1-2月)	8000	77%
高合汽车	HiPhi X	/	10	/	4237	/	4349	/	403	/	/
	HiPhi Z	/	/	/	/	/	171	/	/	/	/

资料来源：乘联会、招商证券

3、区位优势显著，深耕长三角产业集群

我国已形成了六大汽车产业集群：以上海为代表的长三角产业集群，以重庆为代表的西南产业集群，以广东为代表的珠三角产业集群，以长春为代表的东北产业集群，以武汉为代表的中部产业集群，以及以北京、天津为代表的环渤海产业集群。

出于与客户同步开发、向客户及时供货并最大限度降低产品运输成本等考虑，公司采取紧贴汽车产业集群建立生产基地的战略，先后在上海安亭、昆山、滁州、江苏常州、上海临港、江苏盐城和安徽六安进行配套布点，生产基地主要在长三角产业集群和中部汽车产业集群。

表 16：公司主要的汽车产业集群

集群名称	代表性整车厂商	集群特点
长三角产业集群	特斯拉、理想、上汽通用、上汽集团、上汽大众、南汽集团、吉利汽车等	汽车产业集群日趋成熟；零部件供给能力较强；自主品牌优势；相关产业链综合竞争力第一

西南产业集群	理想、长安福特、长安汽车、上汽通用五菱、北京现代、力帆汽车、一汽大众、一汽丰田、吉利汽车、沃尔沃等	大集团带动下整车产能提升较快；关键零部件产业快速发展；新能源汽车产业化优势
珠三角产业集群	小鹏、广州本田、广汽集团、广州丰田、骏威客车等	日资企业集聚；零部件配套基地；世界汽车制造基地
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	整车制造能力全国领先；工业经济产业链完整；零部件供给能力较强；自主品牌优势
中部产业集群	蔚来、东风神龙、上海通用、东风本田等	存在大集团带动；自主品牌优势；新能源汽车优势
环渤海产业集群	理想、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	整车发展能力较强；零部件企业实力日益增长

资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

公司及各子公司围绕客户生产基地为中心组织生产、运输布局，分工明确，业务之间具有协同性。从整个生产流程来看，昆山达亚负责设计、生产冲压模具，再由多利科技、昆山达亚、长沙达亚、烟台达世、常州达亚、上海达亚通过冲压、焊接等工序生产汽车冲压零部件，最后通过上海多利、昆山达亚两个销售主体将汽车冲压零部件和冲压模具销售至客户，此外宁波达世作为产品物流中转仓库，负责宁波地区客户的产品仓储、配送。

表 17：主要子公司区位及职能

子公司	业务职能	地理位置	配套整车制造商
多利科技	负责原材料采购、产品生产制造	安徽滁州	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等
上海多利	负责原材料采购、产品销售、客户维护	上海嘉定	主要配套上汽大众、上汽乘用车等
昆山达亚	负责技术研发、原材料采购、产品生产制造与销售	江苏昆山	主要配套上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、特斯拉、华人运通、零跑汽车等
烟台达世	负责产品生产制造	山东烟台	主要配套上汽通用东岳汽车有限公司等
宁波达世	负责产品物流中转	浙江宁波	主要配套上汽大众宁波分公司等
长沙达亚	负责产品生产制造	湖南长沙	主要配套上汽大众长沙分公司等
常州达亚	负责产品生产制造	江苏常州	主要配套理想汽车、上汽大通无锡分公司等
上海达亚	负责产品生产制造	上海临港	主要配套特斯拉
盐城多利	新设子公司	江苏盐城	尚未投入生产运营

资料来源：公司公告、招商证券

四、布局一体化压铸，拓展第二增长点

一体化压铸产业趋势目前基本成为了行业共识，以特斯拉 model Y 为例，后地板采用一体化压铸后可将原来需要 79 个钣金件的复杂组装产品简化成一个压铸总成，可使后地板减重 30%，生产时间从原来的 1-2 小时优化至 3-5 分钟，材料利用率由 50-60% 提升至 95%，制造成本降低 40%，并大幅降低工作人员数量。目前后地板是较为成熟的一体化压铸零部件，后续随着压铸机的吨位升级，一体化压铸件将拓展至前舱以及电池托盘，市场空间广阔。

图 22: 一体化压铸发展趋势



资料来源：武汉压铸一体化峰会、招商证券

一体化压铸产业趋势也吸引了众多第三方压铸公司以及原来从事冲压业务的公司竞相布局，压铸公司主要有拓普集团、广东鸿图、文灿集团、旭升集团、爱科迪等，冲压类公司主要是公司和常青机械。意德拉、力劲、海天、伊之密的大吨位压铸机是各个参与方重点投入的一体化压铸资产。

表 18: 国内布局一体化压铸的第三方压铸公司

企业	压铸装备	数量
泉峰汽车	意德拉 6100T	≥1
	意德拉 8000T	≥1
拓普集团	7200T	≥1
嵘泰股份	9000T	≥1
文灿集团	力劲 9000T	≥3
	力劲 7000T	≥1
	力劲 6000T	≥2
旭升集团	海天 6600T~8800T	≥2
云海金属	伊之密 7000T	≥1
瑞立集团	力劲 6800T~9000T	≥4
美利信	海天 8800T	≥1
常青机械	9000T	≥2
爱科迪	6100T~8400T	≥2
广东鸿图	6800-16000T	≥7

资料来源：武汉压铸一体化峰会、招商证券

公司在现有冲压、焊接业务的基础上，加快推进一体化压铸业务，在设备购置、工厂建设、人才储备和业务开拓方面同步进行。具体项目进展：盐城多利 6100 吨一体化压铸生产线于 2022 年四季度试运行，目前已投入使用。盐城多利 9200 吨一体化压铸生产线，预计在今年 7 月份进场安装。安徽达亚初步规划两条 6100 吨一体化压铸生产线预计于今年 2、3 季度陆续进场安装。在一体化压铸新业务领域，公司目前已积累了良好的研发及生产基础，并取得了较高的产品良率。未来公司将积极拓展新客户，新产品，一体化压铸是公司集模具开发、冲压、焊接一体化、集成化供应的有力补充。

五、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

零部件：我们预计 2023、2024、2025 年，分别实现营收 38.13、48.80、64.62 亿元，yoy 分别+25.0%、+28.0%、+32.0%，随着下游新能源汽车的增长，公司零部件业务有望稳健增长。公司产品结构较为稳定，且冲压产品定价均为成本加成模式，因此我们预计 2023-2025 年公司零部件毛利率有望维持在 20%。

模具：我们预计 2023、2024、2025 年，分别实现营收 1.33、1.46、1.61 亿元，yoy 分别+10%、+10%、+10%，模具业务保持温和稳健增长。长期来看公司模具毛利率均在 10%左右，因此我们预计 2023-2025 年公司模具毛利率将维持在 10%。

2023、2024、2025 年，公司合计营收预计分别为 41.39、52.29、88.16 亿元，yoy 分别为+23.4%、+26.3%、+30.3%。随着公司 IPO 募资扩产产能逐步释放，公司营收有望提速，2023 年是公司一体化压铸业务放量元年。

表 19：公司营收及毛利率拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汽车零配销售					
收入（亿元）	24.73	30.50	38.13	48.80	64.42
yoy	62.6%	23.3%	25.0%	28.0%	32.0%
毛利率	20.1%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
模具销售					
收入（亿元）	1.20	1.21	1.33	1.46	1.61
yoy	93.5%	0.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	10.5%	21.5%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务					
收入（亿元）	1.80	1.84	1.93	2.03	2.13
yoy	78.2%	2.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	97.1%	97.5%	97.0%	97.0%	97.0%
总营收					
收入（亿元）	27.73	33.55	41.39	52.29	68.16
yoy	64.7%	21.0%	23.4%	26.3%	30.3%
毛利率	24.7%	24.5%	23.3%	22.7%	22.2%

资料来源：招商证券

2、投资建议

公司是国内汽车冲压零部件领域的头部企业，特斯拉、理想汽车核心供应商，盈利能力出众，布局一体化压铸，成长性较强，具备客户结构、成本以及区位三大显著优势。

客户结构优势：2022 年，公司来自特斯拉及理想汽车的收入占比分别为 47.2%、11.6%，是特斯拉和理想汽车的核心供应商。几乎配套了新能源客户所有主流车型，包括特斯拉 Model Y、Model 3，理想 ONE、L7、L8、L9，蔚来 EC6、ES6、ES7、ET5，领克 T03、S01，且配套零部件种类多、数量大、单车金额高。

成本优势：近几年公司毛利率在 24%左右，销售净利率约为 13%，均领跑行业，且产品 ASP 在不断提升，主要得益于：1) 公司掌握汽车冲压模具的研发及生产，已形成从前期工艺流程设计分析、冲压工艺模拟分析到后期的模具设计制造的完整技术工艺，可有效缩短模具制造的周期，能控制整体生产成本。2) 公司产品 ASP 从 2019 年的 14.5 元提升到了 2022 年的 23 元，提升幅度达 58.6%，主要得益于公司焊接总成/集成产品占比较多，其中钢铝连接和铝铝连接的新工艺在行业中具备一定稀缺性，盈利能力较强，从而提升了公司的盈利水平。

区位优势：出于与客户同步开发、向客户及时供货并最大限度降低产品运输成本等考虑，公司采取紧贴汽车产业集群

建立生产基地的战略，先后在上海安亭、昆山、滁州、江苏常州、上海临港、江苏盐城和安徽六安进行配套布点，生产基地主要在长三角产业集群和中部汽车产业集群，重点服务上汽、特斯拉、理想汽车等客户。

布局一体化压铸：公司在现有冲压、焊接业务的基础上，加快推进一体化压铸业务，在设备购置、工厂建设、人才储备和业务开拓方面同步进行。具体项目进展：盐城多利 6100 吨一体化压铸生产线于 2022 年四季度试运行，目前已投入使用。盐城多利 9200 吨一体化压铸生产线，预计在今年 7 月份进场安装。安徽达亚初步规划两条 6100 吨一体化压铸生产线预计于今年 2、3 季度陆续进场安装。在一体化压铸新业务领域，公司目前已积累了良好的研发及生产基础，并取得了较高的产品良率。

投资建议：公司具备优质的客户资源、出众的盈利能力以及对一体化压铸的布局，我们认为公司具有较强的成长动能以及较为稳定的盈利能力。预计 2023、2024、2025 年公司分别实现盈利 5.25、6.45、8.35 亿元，yoy 分别为+18%、+23%、+29%，对应 PE 分别为 28.2、22.9、17.7 倍，首次给予“强烈推荐”投资评级。

六、风险提示

1、新增产能释放不及预期

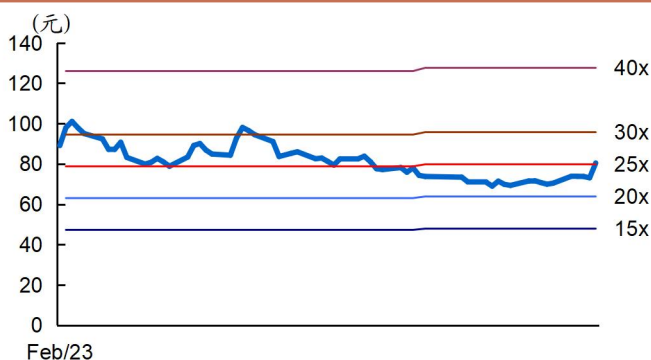
公司近几年资本开支力度较大，在建产能较大，可能出现产能释放不及预期的情况。

2、下游需求不及预期

目前汽车消费需求仍然相对疲软，终端库存较高，产品价格有一定压力，可能存在下游需求不及预期从而拖累公司业绩的风险。

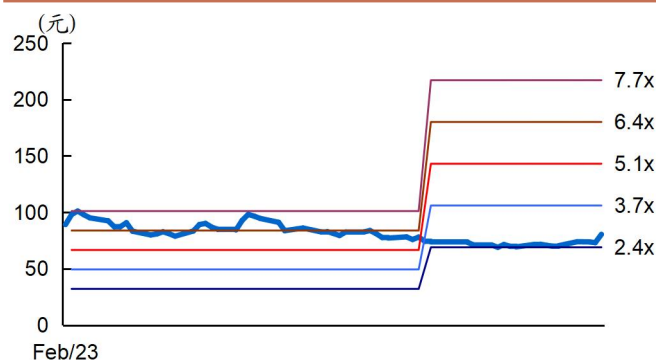
七、PE-PB Band

图 23：多利科技历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 24：多利科技历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1517	1983	4017	4547	5452
现金	137	152	1768	1698	1675
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	47	49	61	77	102
应收款项	846	1082	1318	1664	2202
其它应收款	3	8	10	12	16
存货	434	608	757	963	1283
其他	50	83	104	131	174
非流动资产	1154	1545	1807	2041	2249
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	729	1045	1337	1597	1828
无形资产商誉	163	184	166	149	134
其他	262	316	304	295	287
资产总计	2671	3528	5824	6588	7701
流动负债	1190	1366	1188	1481	1935
短期借款	384	387	415	456	478
应付账款	655	796	1004	1278	1701
预收账款	5	14	18	23	30
其他	147	168	167	181	204
长期负债	65	300	300	300	300
长期借款	0	231	231	231	231
其他	65	69	69	69	69
负债合计	1255	1666	1488	1781	2235
股本	106	106	184	184	184
资本公积金	216	216	2207	2207	2207
留存收益	1094	1540	1946	2416	3076
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1416	1862	4337	4807	5466
负债及权益合计	2671	3528	5824	6588	7701

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	207	284	492	532	578
净利润	386	446	525	645	835
折旧摊销	126	151	150	179	206
财务费用	14	14	14	14	14
投资收益	1	1	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(319)	(326)	(202)	(315)	(489)
其它	0	(3)	11	13	18
投资活动现金流	(169)	(491)	(413)	(413)	(413)
资本支出	(169)	(490)	(417)	(417)	(417)
其他投资	(0)	(1)	5	5	5
筹资活动现金流	(2)	209	1536	(188)	(188)
借款变动	(38)	245	(400)	0	0
普通股增加	0	0	78	0	0
资本公积增加	0	0	1991	0	0
股利分配	0	(25)	(119)	(175)	(175)
其他	36	(10)	(14)	(14)	(14)
现金净增加额	36	2	1616	(69)	(23)

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2772	3355	4160	5254	6952
营业成本	2089	2532	3191	4062	5408
营业税金及附加	20	21	26	32	43
营业费用	8	10	12	16	21
管理费用	68	81	92	116	153
研发费用	90	124	158	200	264
财务费用	14	14	14	14	14
资产减值损失	(21)	(27)	(27)	(27)	(27)
公允价值变动收益	(3)	1	1	1	1
其他收益	7	4	4	4	4
投资收益	(1)	(1)	0	0	0
营业利润	466	550	646	794	1027
营业外收入	6	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	469	549	645	793	1027
所得税	84	103	121	148	192
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	386	446	525	645	835

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	65%	21%	24%	26%	32%
营业利润	95%	18%	17%	23%	29%
归母净利润	148%	16%	18%	23%	29%
获利能力					
毛利率	24.7%	24.5%	23.3%	22.7%	22.2%
净利率	13.9%	13.3%	12.6%	12.3%	12.0%
ROE	31.5%	27.2%	16.9%	14.1%	16.2%
ROIC	26.3%	21.3%	15.2%	13.7%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	47.2%	25.5%	27.0%	29.0%
净负债比率	14.6%	17.9%	4.0%	3.5%	3.0%
流动比率	1.3	1.5	3.4	3.1	2.8
速动比率	0.9	1.0	2.7	2.4	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	0.9	0.8	1.0
存货周转率	5.8	4.9	4.7	4.7	4.8
应收账款周转率	3.6	3.3	3.3	3.4	3.4
应付账款周转率	3.6	3.5	3.5	3.6	3.6
每股资料(元)					
EPS	2.73	3.16	2.85	3.50	4.54
每股经营净现金	1.46	2.01	2.85	3.50	4.54
每股净资产	10.02	13.18	30.68	34.01	38.68
每股股利	0.00	0.71	1.24	1.24	1.24
估值比率					
PE	29.5	25.5	28.2	22.9	17.7
PB	8.0	6.1	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	25.8	21.8	17.9	14.7	11.6

资料来源：公司数据、招商证券

注：2023-2025年股本增加提前考虑了2023年转增因素。

分析师承诺

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

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

陆乾隆，清华大学硕士，中南大学学士，4年金融从业经验，2年证券行业研究经验。2021年加入招商证券，重点覆盖新能源乘用车、零部件板块。

评级说明

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

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

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

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