

## 公司研究

## 冲压新星，冉冉升起

## ——博俊科技（300926.SZ）投资价值分析报告

## 要点

**冲压新星，客户+产品结构升级推动高速成长：**博俊科技成立于2011年，主要从事汽车精密零部件和精密模具的研发、设计、生产和销售，当前已全方位布局冷热冲压、激光焊接、注塑、压铸等车身工艺。**1) 公司冲压主业规模有望持续扩大：**新能源车为冲压零部件供应商带来新机遇，公司在客户结构+研发投入+成本管控方面已形成一定竞争优势，核心客户产品放量带动公司业绩稳步增长；**2) 车身多工艺协同发展：**公司近年来积极布局各类车身工艺（注塑、压铸等），当前主要供应车身冲压精密零部件+模块化产品，预计长期业务协同+增长可期。

**新能源车为冲压带来新机遇：**随着汽车电动智能化转型持续加速，整车核心技术转移、车型迭代速度加快、以及新势力整车厂的自有冲压产能有限等因素影响，冲压件外包比例/冲压零部件供应商订单需求或进一步扩大。我们预计到2026E乘用车金属冲压件市场规模可达2,531亿元，2022-2026E cagr为2.3%；其中，新能源乘用车金属冲压件市场规模可达1,058亿元，2022-2026E cagr为20.0%。

**升级转型 Tier1，绑定新势力头部保障业绩增长：**公司不断拓展新的主机厂客户，已经从Tier2成功转型至Tier1；其中，2021年吉利、长安成为公司前五大客户（营收占比共计23%），1H23理想成为公司第一大客户（营收占比达31%）。我们判断，理想、赛力斯等核心客户仍处于强车型周期；随着配套车型逐步放量+公司合作逐步加深，公司冲压业务将充分受益，2024E营收有望延续高增。

**车身工艺多方布局，协同助力公司业务拓展：****1) 热冲压+激光焊接：**公司已同时掌握冷、热冲压成形工艺，并掌握激光焊接等关键生产环节技术，或实现单车配套价值量提升+零件成本的降低；**2) 注塑：**将冲压和注塑在一个组织框架下二合一的生产模式在行业内具备较强竞争力，可实现生产线拓展+成本节约，从而提升公司盈利能力；**3) 一体压铸：**与压铸厂商相比，公司布局一体压铸的优势主要在于拥有完整的结构件设计和生产经验，一体压铸业务或打开公司长期增长空间。我们认为，随着新工艺布局渐入收获期，公司有望凭借车身工艺多方位的布局，实现新业务和传统冲压主业之间的协同，斩获更多订单。

**盈利预测、估值与评级：**我们看好公司配套优质核心客户+布局多工艺协同发展，长期业绩增长可期，预计2024E/2025E/2026E归母净利润为人民币4.56亿元/6.02亿元/7.51亿元（对应同比增速48%/32%/25%）。首次覆盖博俊科技，给予“买入”评级。

**风险提示：**核心客户车型销量不及预期、新建工厂产能爬坡不及预期、一体压铸推进程度不及预期、原材料价格波动风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,391	2,600	4,005	5,086	6,186
营业收入增长率	72.68%	86.96%	54.02%	26.99%	21.62%
净利润（百万元）	148	309	456	602	751
净利润增长率	75.61%	108.58%	47.68%	32.13%	24.84%
EPS（元）	0.95	1.11	1.13	1.49	1.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.60%	17.74%	21.16%	22.40%	22.45%
P/E	22	19	18	14	11
P/B	2.5	3.3	3.9	3.1	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-05-15（2022、2023年公司总股本分别为1.55、2.79亿股，2024E-2026E按总股本4.04亿计算）

## 买入（首次）

当前价：20.81元

## 作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.04
总市值(亿元)	84.14
一年最低/最高(元)	11.95/25.50
近3月换手率	97.78%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.63	13.27	79.31
绝对	10.90	19.80	70.46

资料来源：Wind

## 投资聚焦

博俊科技是 2011 年成立的国内一家规模化的民营冲压件生产企业，已转型至 Tier1 并布局注塑、压铸等多种车身工艺。新能源车发展为传统冲压行业带来新机遇，博俊科技在客户结构+研发投入+成本管控方面具备优势，我们认为公司 1) 绑定理想、赛力斯等高成长型核心客户，2) 布局多种车身工艺（冲压+注塑+压铸）已渐入收获期，未来公司有望凭借产品+客户优势实现业绩持续稳定增长。

### 关键假设

**1) 冲压业务：**考虑到 2024-2026E 公司配套核心客户的车身冲压件逐步放量，且公司有望凭借多种工艺布局切入新客户供应体系，预计 2024E/2025E/2026E 冲压业务营业收入分别为 33.3 亿元/38.5 亿元/42.1 亿元；综合考虑公司业务规模逐步扩大、新工厂前期爬坡等因素，预计 2024E/2025E/2026E 冲压业务毛利率为 21.9%/22.3%/23.1%。

**2) 注塑业务：**注塑业务有望同步配套冲压业务实现营收稳步增长，假设每年营收增速为 5%，预计 2024E/2025E/2026E 注塑业务营业收入分别为 0.7 亿元/0.8 亿元/0.8 亿元；考虑年降因素，预计 2024E/2025E/2026E 注塑业务毛利率为 28.5%/28.0%/27.5%。

**3) 商品模业务：**商品模业务主要来自部分客户出自自身生产需要的定制采购需求，假定 2024-2026E 商品模业务带来的收入均为 0.05 亿元；公司模具质量及生产效率业内领先、可享有一定议价权，假设商品模业务毛利率维持 50%。

**4) 压铸业务：**2024E 起压铸业务将开始贡献收入，结合公司压铸工厂产能爬坡、以及压铸行业相关公司情况，预计 2024E/2025E/2026E 压铸业务营收分别为 3.5/8.8/15.9 亿元，假设压铸业务毛利率分别为 16.0%/18.8%/20.4%。

### 我们区别于市场的观点

1) 市场认为，一体压铸等新工艺的出现将对冲压厂商带来打击。我们提出在新能源车轻量化背景下，公司布局的热冲压、激光焊接、注塑、一体压铸等新技术与传统冲压主业将协同发展、助力公司业务拓展；上冲压+下压铸或成为未来车身采用的最主要工艺，除冲压业务受益于新能源车发展持续增长外，公司布局的一体压铸技术或打开公司长期增长空间。

2) 市场认为，传统压铸厂商凭借成熟的压铸生产工艺和经验在一体压铸领域占用优势。我们认为一体压铸参与者各有千秋，与传统压铸厂商和主机厂相比，以博俊科技为代表的转型一体压铸的传统冲压厂商的优势在于拥有完整的结构件设计和生产经验，有望实现良率和生产效率的快速提升。

### 股价上涨的催化因素

**短期催化因素：**核心配套车型销量超预期；一体压铸再获新定点。

**长期催化因素：**持续拓展新产品和新客户；精细化管理持续提升公司盈利能力。

### 估值与评级

我们预测 2024E/2025E/2026E 博俊科技归母净利润约人民币 4.56 亿元/6.02 亿元/7.51 亿元（对应同比增速 48%/32%/25%）。

我们首次覆盖博俊科技，我们看好公司配套优质核心客户+布局多工艺协同发展，长期业绩增长可期，给予“买入”评级。

# 目 录

<b>1、升级转型 Tier1，伴新势力客户共成长 .....</b>	<b>6</b>
1.1 全面布局车身技术，步入高速成长期.....	6
1.2 产品+客户结构升级，业务逐步辐射全国.....	8
<b>2、冉冉升起的冲压新星 .....</b>	<b>11</b>
2.1 新能源车发展为冲压带来新机遇 .....	11
2.2 冲压行业特点——集中度低+客户为王.....	12
2.3 冲压件新趋势——热冲压+激光拼焊.....	13
2.4 冲压竞争格局——博俊科技前景可期 .....	15
<b>3、车身工艺多方布局，协同助力业务拓展.....</b>	<b>17</b>
3.1 注塑协同冲压发展，盈利能力更上一层楼 .....	17
3.2 布局一体压铸，长期业绩增长可期 .....	19
<b>4、财务分析.....</b>	<b>22</b>
4.1 公司历史财务表现.....	22
4.2 同行业对比分析 .....	22
<b>5、盈利预测.....</b>	<b>24</b>
<b>6、估值水平与投资评级 .....</b>	<b>27</b>
<b>7、风险分析.....</b>	<b>30</b>

## 图目录

图 1: 博俊科技发展史 .....	6
图 2: 博俊科技股权结构图 .....	6
图 3: 博俊科技主要客户 .....	7
图 4: 博俊科技国内外销售收入占比 .....	7
图 5: 博俊科技从上市至今的股价表现 .....	8
图 6: 各业务营收占比 .....	8
图 7: 博俊科技自上市以来前五大客户营收占比变化 .....	9
图 8: 我国汽车六大产业集群及博俊科技布局产业集群附近子公司 .....	10
图 9: 部分汽车冲压零部件示意图 .....	11
图 10: 冲压车间主要工艺 .....	11
图 11: 2020-2022 年主要冲压厂商冲压零件均价对比 (单位: 元) .....	11
图 12: 2022 年冲压厂商新能源车零件均价与传统零件均价对比 (单位: 元) .....	11
图 13: 我国汽车冲压件市场参与者情况 .....	12
图 14: 2022 年主要冲压厂商乘用车冲压营收市占率情况 .....	13
图 15: 采用热冲压的车身零件 .....	14
图 16: 热冲压成形工艺流程 .....	14
图 17: 激光拼焊一体式热成形门环 .....	14
图 18: 激光焊接示意图 .....	14
图 19: 博俊科技研发人员数量及占比情况 (单位: 人) .....	16
图 20: 博俊科技及同类公司研发费用率对比 .....	16
图 21: 博俊科技模具生产工艺 .....	17
图 22: 博俊科技注塑组件工艺生产流程图 .....	18
图 23: 博俊科技主要注塑组件产品 .....	18
图 24: 博俊科技注塑业务与冲压业务毛利率情况 .....	18
图 25: 理想 MEGA 采用的一体压铸后地板 .....	19
图 26: 问界 M9 采用 9000T 一体化压铸工艺 .....	19
图 27: 2018-2023 公司营收及同比增速 .....	22
图 28: 2018-2023 公司归母净利润及同比增速 .....	22
图 29: 2018-2023 公司毛利率及净利率 .....	22
图 30: 2018-2023 公司销售、管理、研发费用率 .....	22
图 31: 2020-2023 冲压行业相关公司营收增速 .....	23
图 32: 2020-2023 冲压行业相关公司归母净利润增速 .....	23
图 33: 2020-2023 冲压行业相关公司三费费用率 .....	23
图 34: 2020-2023 冲压行业相关公司毛利率 .....	23
图 35: 2020-2023 年冲压行业相关公司 ROIC .....	23
图 36: 2020-2023 年冲压行业相关公司资金周转率 .....	23
图 37: 2020-2023 冲压行业相关公司资产负债率 .....	24
图 38: 2020-2023 博俊科技资产有息负债率 .....	24
图 39: 上市至今博俊科技动态 PE 变化 .....	27

## 表目录

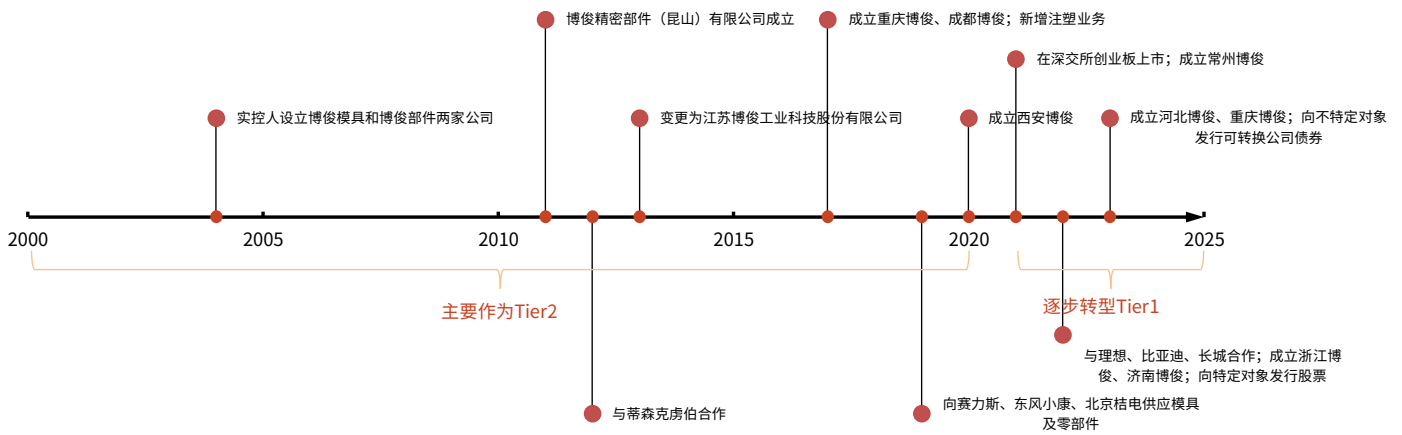
表 1: 博俊科技主要面向 Tier1 的精密零部件产品列表.....	9
表 2: 博俊科技主部分车身模块化产品.....	9
表 3: 博俊科技募资筹建项目梳理.....	10
表 4: 乘用车冲压件市场空间测算.....	12
表 5: B 柱加强板三种成型工艺对比.....	14
表 6: 博俊科技及其他冲压厂商对比.....	15
表 7: 博俊科技向主机厂供货情况.....	16
表 8: 国内乘用车塑料件市场空间测算.....	18
表 9: 各家车企最新一体压铸技术进展.....	19
表 10: 大型高真空压铸国内市场空间测算.....	20
表 11: 布局一体压铸零部件厂商最新进展.....	21
表 12: 各业务 2022-2026E 测算表 (单位: 百万元).....	25
表 13: 公司 2022-2026E 销管研费用表 (单位: 百万元).....	26
表 14: 公司盈利预测与估值简表.....	26
表 15: 博俊科技相对估值.....	27
表 16: FCFE 估值法关键假设表.....	28
表 17: 博俊科技现金流折现及估值表.....	28
表 18: 博俊科技敏感性分析 (单位: 元).....	28

# 1、升级转型 Tier1，伴新势力客户共成长

## 1.1 全面布局车身技术，步入高速成长期

博俊科技成立于 2011 年，2021/1/7 在深交所创业板上市。公司主要从事汽车精密零部件和精密模具的研发、设计、生产和销售，当前已掌握模具设计与制造、冲压、激光焊接、注塑及装配等关键生产工艺和环节的技术，并已布局一体压铸技术，经过多年发展和积累，已在精密零部件和精密模具行业形成一定竞争优势。

图 1：博俊科技发展史

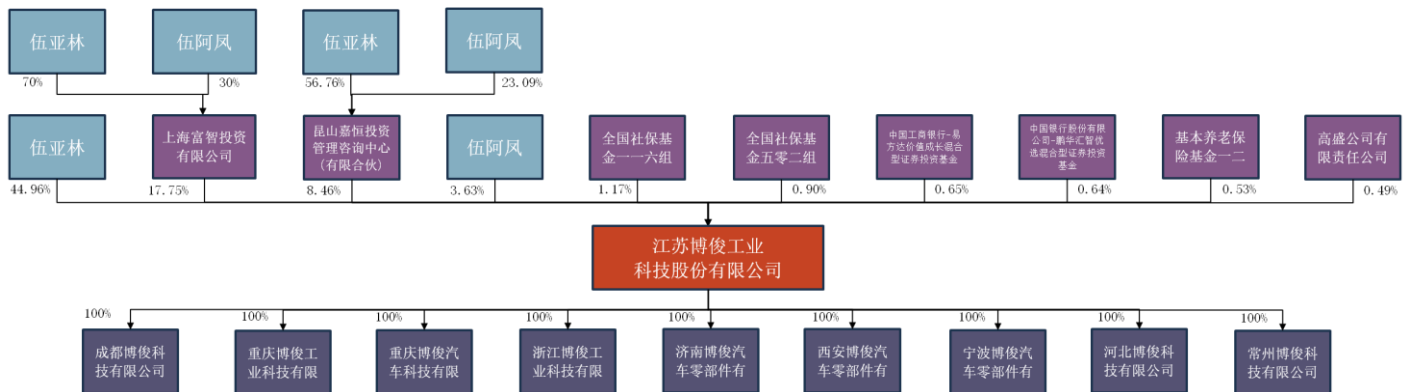


资料来源：公司官网，光大证券研究所绘制

公司股权结构相对集中，实控人为伍亚林、伍阿凤夫妇。截至 2023 年底，伍亚林、伍阿凤直接和间接控制公司 74.8% 的股份；伍亚林个人直接持有公司 44.96% 的股份，其中被质押 4,549 万股，占其直接持有公司股份的 36%。

公司重视股东分红回报，2023 年度分红占 2023 年归母净利润的 13.6%，并于 2024/4/28 发布 2024-2026 年度股东分红回报规划，以现金方式累计分配的利润不少于近三年实现的年均净利润的 30%。

图 2：博俊科技股权结构图



资料来源：公司官网，光大证券研究所绘制（截至 2023 年底）

当前公司主要客户为大型汽车零部件一级供应商和整车厂，包括蒂森克虏伯、麦格纳、福益、耐世特、凯毅德、德尔福、伟巴斯特、科德、比亚迪、赛力斯、理想汽车、长安福特、长城、吉利等。

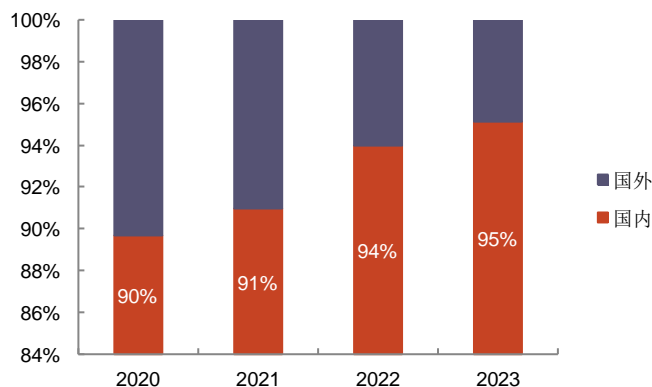
凭借多年生产经验+市场开拓经验，公司通过客户全球采购平台为整车厂各个车型配套，国际市场开拓也已取得一定成果，远销北美、欧洲、南美、东南亚等地，间接配套特斯拉等国际知名整车厂。

图 3：博俊科技主要客户



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 4：博俊科技国内外销售收入占比

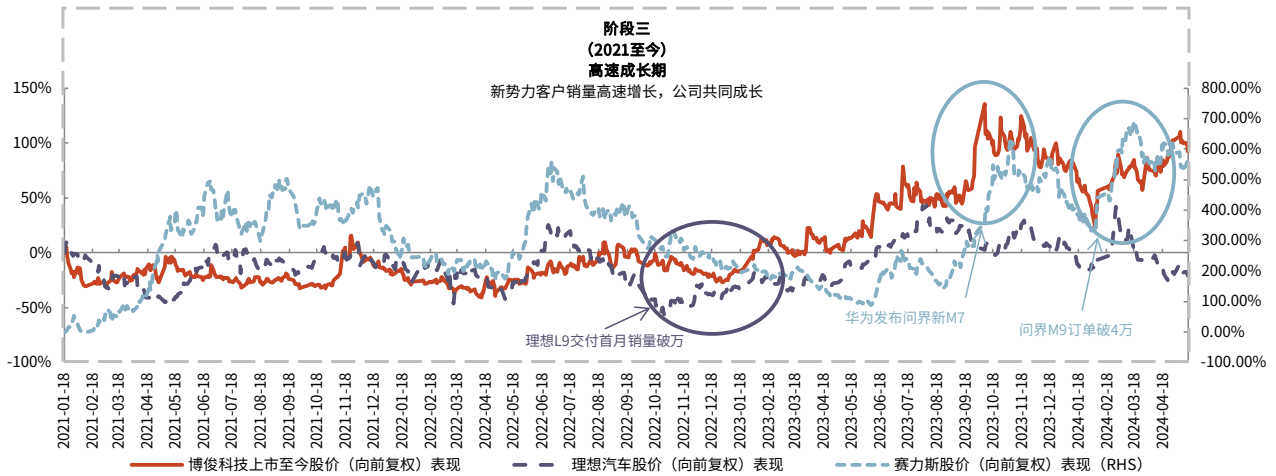


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

结合公司产能布局及主要客户发展情况，我们将公司的发展历程主要分为四个阶段：**1) 基础业务发展期 (2016 年以前)**：公司主要经营冲压业务，通过蒂森克虏伯等 Tier1 客户向主机厂供货；**2) 业务扩张初期 (2017 年-2020 年)**：公司开始募资扩建重庆博俊等新厂，逐步向 Tier1 供应商转型，并开始布局注塑、压铸等新业务；**3) 高速成长期 (2021 年至今)**：主机厂进入公司前五大客户，理想、赛力斯等新势力客户销量步入高速增长，公司陪伴共同成长。

截至 2024/5/15，博俊科技股价已较上市之初上涨 92%（其中，2022/12 至今股价上涨 153%）。我们认为公司 1) 掌握全面的车身工艺（冲压+注塑+压铸）、2) 绑定理想、赛力斯等高成长型核心客户，未来公司有望凭借产品+客户优势实现业绩持续稳定增长。

图 5: 博俊科技从上市至今的股价表现



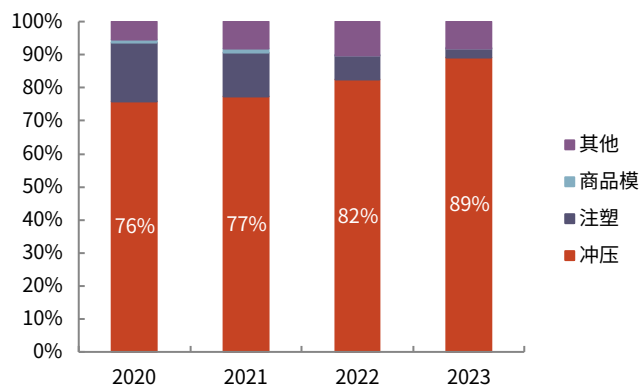
资料来源: wind, 光大证券研究所绘制 (截至 2024/5/15)

## 1.2 产品+客户结构升级, 业务逐步辐射全国

博俊科技当前主营业务包括冲压、注塑、商品模等。**1) 冲压:** 公司冲压业务覆盖汽车精密零部件产品 (框架类、传动类等)、车身模块化零部件产品 (侧围、地板等)、以及相应的生产模具;**2) 注塑:** 主要包括汽车天窗、门窗等系统的注塑组件;**3) 商品模:** 对外销售定制化的商品模具产品。

公司冲压业务营收占比已从 2020 年的 76% 提升至 2023 年的 89%，**我们认为，2021 年以来公司冲压业务营收占比逐年提升主要受益于：1) 产品结构升级:** 公司从供应汽车冲压精密零部件拓宽至供应车身模块化产品 (2021 年白车身业务首次出现在公司主要产品基本情况介绍中)，有望实现单车配套价值抬升。**2) 客户结构升级:** 随着公司不断拓展新的主机厂客户，公司已从 Tier2 成功转型至 Tier1。2020 年公司前五大客户均为 Tier1；2021 年吉利/长安成为公司前五大客户 (营收占比共计 23%)；1H23 理想成为公司第一大客户 (营收占比达 31%)，吉利、比亚迪分别位居第二、第四。

图 6: 各业务营收占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 1：博俊科技主要面向 Tier1 的精密零部件产品列表

产品大类	应用范围	典型产品	用途工艺
传动类	转向系统	转向管柱、支架、锁套、电控盖	用于保护和固定转向轴，保护司机安全。主要工艺包括冲压、焊接、车削、铆接、表面处理等
	动力系统	发动机部件、离合器部件、减震器部件、涡轮增压器部件、新能源汽车电池支架	用于气缸、控制阀、油泵、排放等机构中。主要工艺包括冲压、铆接、平面磨、表面处理等
框架类	车门系统	门锁底板、玻璃升降器、铰链、锁钩	用于汽车侧门锁及前后盖锁。主要工艺包括冲压、铆接、表面处理等
	天窗系统	框架、导轨	用于天窗的固定和运动。主要工艺包括冲压、表面处理、注塑、铆接、装配等
	电子系统	音响框架、显示器框架、雷达支架	汽车主动安全的重要部分，用于观测汽车行驶时前方的路况及车辆，支架起到固定及调节作用，此外还包括信息交流装置设备的框架及固定装置
其他类	内饰系统	手刹部件、排挡部件、脚踏部件、饰件	主要为手刹等部件，通过钢丝绳拉线连接到后制动蹄上以对车辆进行制动
	排气系统	排气外壳、端锥、排气筒	确保排气功能的运转、固定和美观。主要工艺包括冲压、焊接、铆接、表面处理等
	其他	车灯部件、管路部件、电子秤部件	

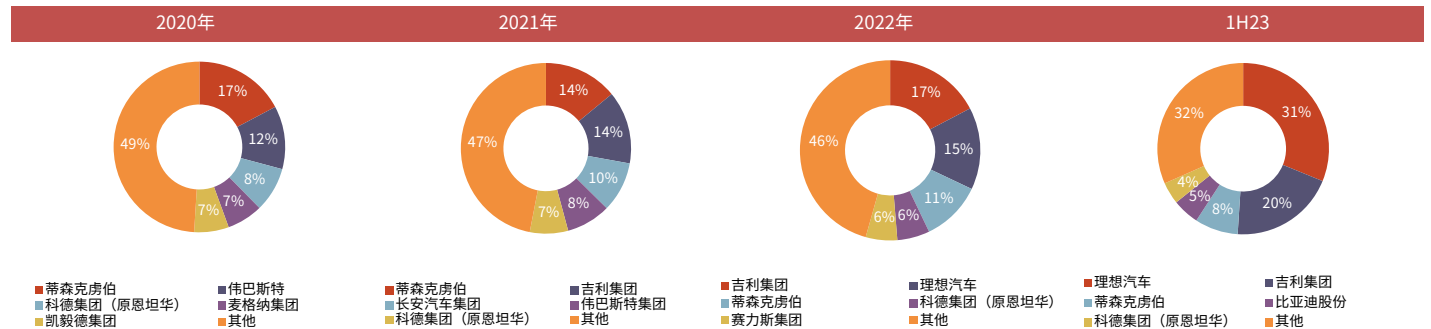
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 2：博俊科技主部分车身模块化产品

产品	产品示意图	产品	产品示意图
侧围		前纵梁总成及防撞梁	
后侧围内板总成		仪表台骨架	
地板			

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 7：博俊科技自上市以来前五大客户营收占比变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

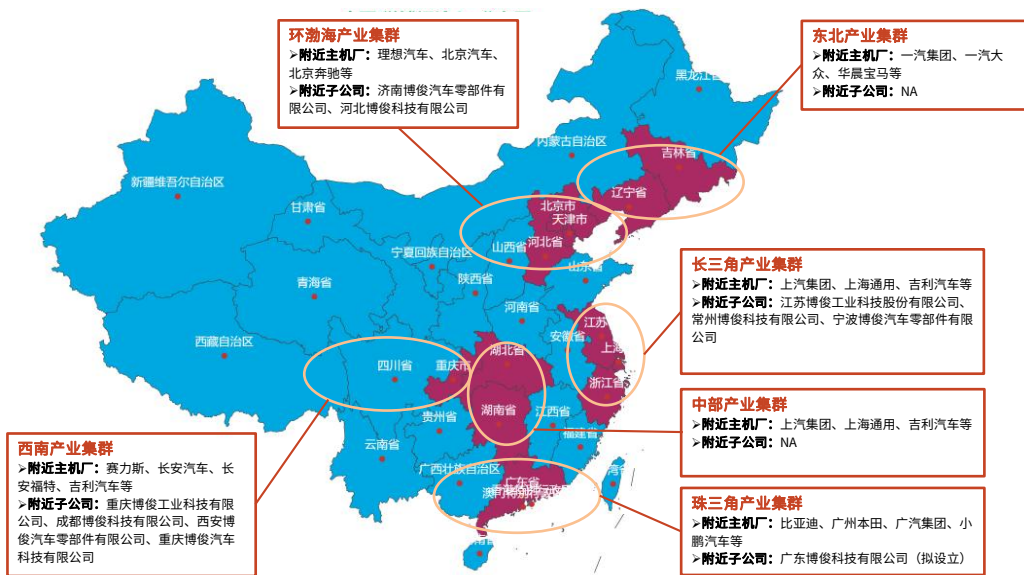
除产品和客户结构升级外，近年来公司也在积极投建新产能，实现就近配套更多新拓展的主机厂客户。截至 4Q23，博俊科技已在昆山、常州、宁波、重庆、成都、西安、济南、河北共设立 9 个子分公司。我们判断，随着新建产能逐步投产，公司有望凭借更广的业务布局为新势力头部主机厂理想/赛力斯、以及积极转型新能源车的传统主机厂吉利/长安提供快速响应的配套服务，并实现营收快速增长，未来或有望获得就近汽车产业集群更多车身模块化产品合作机会。

表 3：博俊科技募资筹建项目梳理

时间	募集方式	项目名称	项目总投资额	计划建设期	项目达到预定可使用状态日期	投资回收期	备注
2020 年	首次公开发行股票	汽车零部件、模具生产线建设项目	48,000 万元	24 个月	2019 年 6 月	7.36 年	项目投产后，预计运营期年均实现收入为 72,297.00 万元
		汽车零部件及模具生产基地项目	30,000 万元	24 个月	2024 年 4 月	6.62 年	项目投产后，预计运营期年均实现收入为 60,021.28 万元
		补充流动资金	7,000 万元	NA	NA	NA	募集资金将存放于董事会决定的专项账户，并由公司董事会负责有效实施。
2022 年	向特定对象发行股票	补充流动资金	不超过 20,102.97 万元	NA	NA	NA	本次募集资金的到位和投入使用后，有利于提升公司整体竞争实力，增强公司可持续发展能力，为公司发展战略目标的实现奠定基础，符合公司及全体股东的利益。
2023 年	向不特定对象发行可转换公司债券	常州博俊科技有限公司年产 5,000 万套汽车零部件、1,000 套模具项目	50,000 万元	2 年	NA	8.08 年	预计建成并达产后年营业收入为 88,650.00 万元（不含税）
		汽车零部件产品扩建项目	30,000 万元	1.5 年	NA	7.37 年	预计建成并达产后年营业收入为 67,635.00 万元（不含税）
		补充流动资金项目	7,000 万元	NA	NA	NA	NA

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理（截至 2024/5/15）

图 8：我国汽车六大产业集群及博俊科技布局产业集群附近子公司



资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所绘制（截至 2024/5/15）

## 2、冉冉兴起的冲压新星

### 2.1 新能源车发展为冲压带来新机遇

传统的车身制造工艺一般包括冲压、焊装、涂装、总装四大环节。冲压件总重量约占车身装备重量的 25%-35%，而冲压行业固定资产投资较大，为资金密集型产业，且冲压车间的建设依赖经验积累。

传统车企一般有完整的冲压车间，主要负责整车的大型外覆盖件及内板件的生产，如侧围内外板、门盖内外板、发动机舱内外板、地板等。除大型覆盖件及内板件外，冲压件还广泛应用于大量车身零部件，如发动机排气和进油弯管及消声器、空心凸轮轴、油底壳、发动机支架、整车框架结构件、纵横梁等。

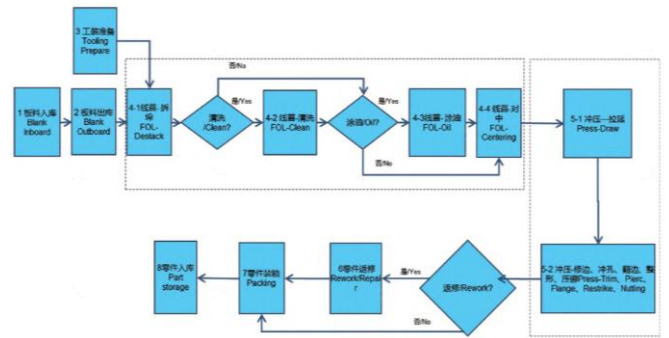
我们预计单车冲压件平均需求量在 1,200-1,500 件之间，乘用车金属冲压件单车价值在 10,000 元左右。随着汽车电动智能化转型持续加速，1) 整车核心技术由车身/底盘/发动机逐步向三电/智舱/智驾转移；2) “蔚小理”、赛力斯等新势力的自有冲压产能或相对有限，冲压件外包比例/冲压厂商订单需求或进一步扩大；3) 车身轻量化要求增加，汽车车身结构件将原先的传统钢板冲压零部件部分替换成铝合金/高强钢冲压零部件，单个冲压零件价格增加，博俊科技、多利科技、威唐工业等配套新能源车客户的冲压厂商冲压零件均价逐年提升。

图 9：部分汽车冲压零部件示意图



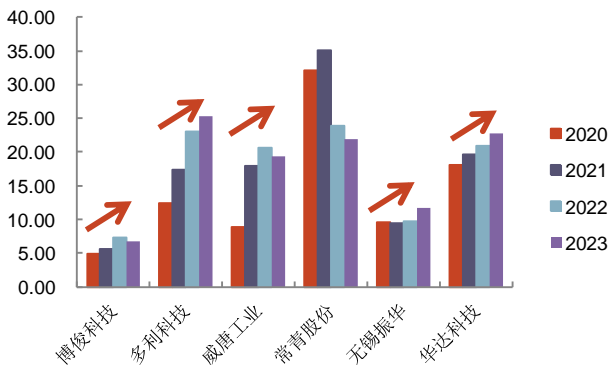
资料来源：沙利文研究，光大证券研究所整理

图 10：冲压车间主要工艺



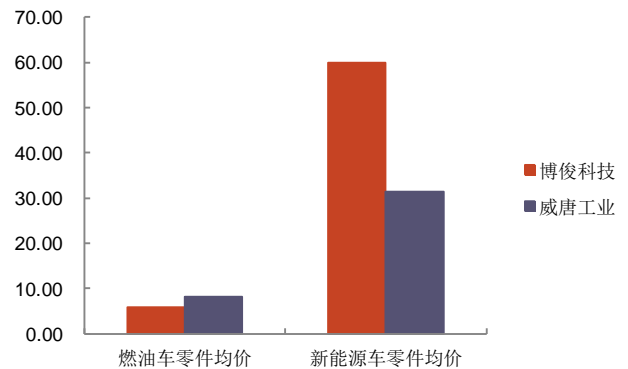
资料来源：甘海强《铝板成形技术在新能源汽车上的应用》，光大证券研究所整理

图 11：2020-2023 年主要冲压厂商冲压零件均价对比 (单位：元)



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图 12：2022 年冲压厂商新能源车零件均价与传统零件均价对比 (单位：元)



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

根据华经产业研究院测算，2022 年国内金属冲压件单车价值约 9,820 元。尽管单个冲压件价值受益于铝代钢有望提升，但由于部分车身冲压件被压铸件取代（尤其在新能源车中，后地板等车身下半部分零件或被压铸件取代），我们认为与燃油车相比，新能源车总冲压件单车价值或略有降低（假设 2022 年新能源车冲压件单车价值为乘用车单车价值的 80%）。我们预计 2024E 国内新能源乘用车销量同比增长约 25% 至 1,108 万辆，预计 2025E/2026E 销量增速约 15%/10%，2024-2026E 燃油乘用车销量同比增速维持-5%，我们预计到 2026E 乘用车金属冲压件市场规模可达 2,531 亿元（2022-2026E cagr 为 2.3%）；其中，新能源乘用车金属冲压件市场规模可达 1,058 亿元，2022-2026E cagr 为 20.0%。

表 4：乘用车冲压件市场空间测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新能源乘用车销量（万辆）	650	886	1108	1274	1402
yoy	96.2%	34.7%	25.0%	15.0%	10.0%
新能源乘用车冲压件单车价值（元）	7,856	7,777	7,700	7,623	7,546
新能源乘用车金属冲压件市场规模（亿元）	510	689	853	971	1,058
燃油乘用车销量（万辆）	1707	1693	1608	1528	1451
yoy	-6.4%	-0.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
燃油乘用车冲压件单车价值（元）	10,568	10,462	10,358	10,254	10,151
燃油乘用车金属冲压件市场规模（亿元）	1,803	1,771	1,666	1,567	1,473
乘用车销量（万辆）	2356	2579	2716	2802	2853
yoy	9.5%	9.5%	5.3%	3.2%	1.8%
乘用车金属冲压件单车价值（元）	9,820	9,722	9,625	9,528	9,433
乘用车金属冲压件市场规模（亿元）	2,314	2,461	2,519	2,538	2,531

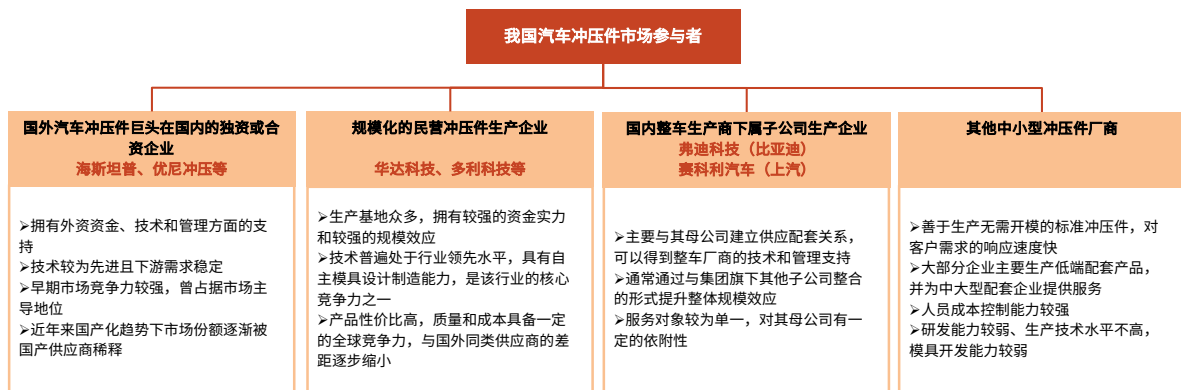
资料来源：乘联会、华经产业研究院，光大证券研究所测算（注：2023 年单价为光大证券测算，2022 年为华经产业研究院测算）

## 2.2 冲压行业特点——集中度低+客户为王

目前，汽车冲压行业集中度较低，竞争格局分散，单个冲压厂商市占率不足 2%。现有的汽车冲压厂商可分为四大类：1) 国外汽车冲压件巨头在国内的独资或合资企业，如海斯坦普、优尼冲压等；2) 规模化的民营冲压件生产企业，如多利汽车、祥鑫科技等；3) 国内整车厂下属子公司企业，如弗迪科技、赛科利等；4) 其他中小型冲压件厂商。

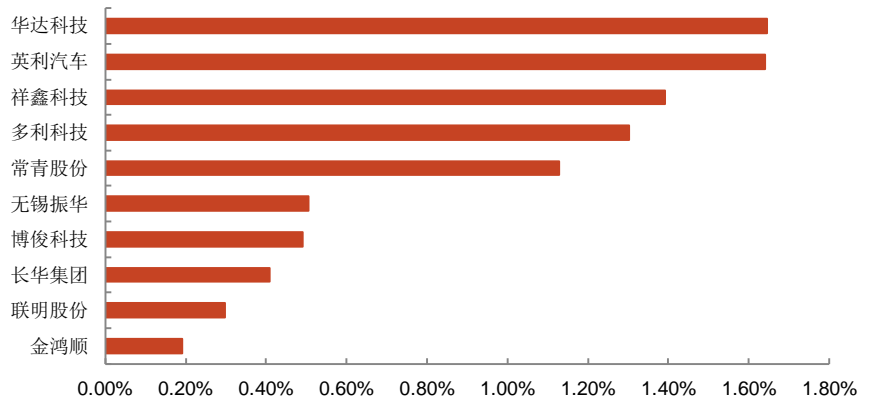
我们认为，华达科技、多利科技、博俊科技等为代表的国内大型民营冲压件生产企业已形成一定规模，具有自主模具设计制造能力和成本竞争力，有望凭借规模效应+生产效率等优势，进一步提升市场份额。

图 13：我国汽车冲压件市场参与者情况



资料来源：沙利文，光大证券研究所整理

图 14：2022 年主要冲压厂商乘用车冲压营收市占率情况



资料来源：共研研究院、各公司公告，光大证券研究所测算

冲压行业主要存在四大进入壁垒：

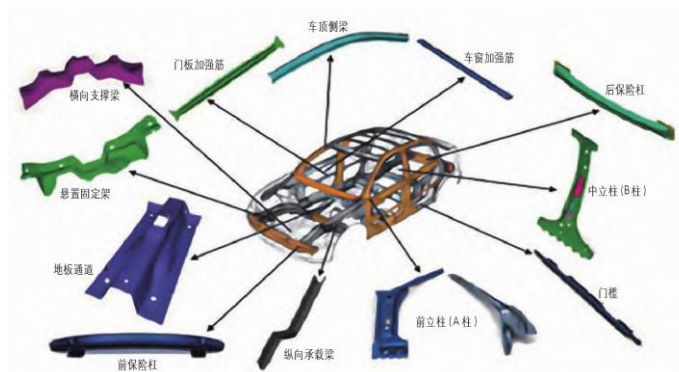
- 1) 客户资源壁垒：**配套生产汽车精密零部件的企业获得客户的认可需要一个长期积累的过程，汽车行业对产品替代的认证周期和认证成本较高，较高的客户准入门槛以及较长的认证周期对新进入本行业的企业形成了较高的客户认证壁垒。
- 2) 技术及研发壁垒：**冲压零部件生产需要涉及多种工艺和技术，如模具设计和制造、冲压工艺、材料选择等。
- 3) 资金壁垒：**冲压行业前期需要大量的资金投入用于生产基地布局和产线建设、购买/租赁/维护各种设备、产线员工培训等。
- 4) 管理体系壁垒：**冲压零部件生产趋向小批量、多批次，对客户需求的快速响应能力、快速产品交付能力、产品品控等均离不开团队的高效管理。

我们认为，**客户资源为冲压厂商竞争力的关键要素**。汽车行业智能化、电动化加速汽车产业链重塑，一方面车型迭代速度加快，主机厂从过去单一的供应模式逐渐向多供应商模式切换；另一方面，刚入局的新势力车企尚未形成固定的供应体系，这些都为博俊科技等新兴的冲压厂商带来机遇。

## 2.3 冲压件新趋势——热冲压+激光拼焊

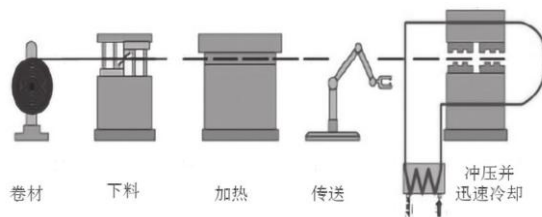
热冲压成形是将用于冲压的板材加热到一定温度后利用高温下材料塑性增加的特点进行冲压的成形方式，它将钢板的成形和热处理相结合，先奥氏体化然后再马氏体化，成形淬火后的零件强度和硬度均大幅提高。与冷冲压相比，热冲压成形具有 1) 提升车身扭转刚度及碰撞安全、2) 简化车身结构/减轻零件重量的优点。以某车型 B 柱加强板为例，对比冷冲压成形、激光拼焊成形、热成形三种方案加工成形的 B 柱加强板，热成形的轻量化率是三种方案中最高的。当前，长城、长安福特、吉利、比亚迪等整车企业均已布局热成形冲压产线。然而由于热冲压成形工艺相比冷冲压更复杂，同厚度单位面积的零件价格更高。

图 15: 采用热冲压的车身零件



资料来源: 冯永旺等《车身零部件新工艺代替传统冲压工艺解析》, 光大证券研究所整理

图 16: 热冲压成形工艺流程



资料来源: 武俊男等《热冲压成形技术在车身开发中的应用》, 光大证券研究所整理

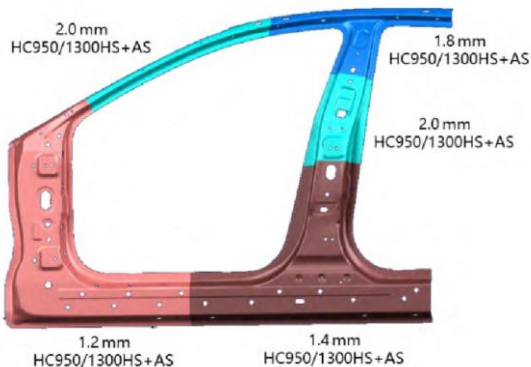
表 5: B 柱加强板三种成型工艺对比

	冷成形方案	激光拼焊方案	热成形方案
零件三维图			
B 柱加强板质量/kg	4.62	4.08	3.56
B 柱质量/kg	10.28	7.67	6.35
B 柱成本/元	157.3	140.7	135.4

资料来源: AI 汽车网, 光大证券研究所整理

激光拼焊板材技术是利用高能量激光束将两种或多种不同厚度或不同材质的钣金拼接成一个整体胚料的方法。由于激光拼焊技术可以将原先的几个零件高度集成为一个零件, 可以减轻零件质量+提高安全性, 热冲压和激光拼焊相结合可以解决大多数汽车零部件对轻量化的要求, 并实现零件成本降低, 目前已被广泛应用于汽车车身结构设计中, 如前后纵梁、B 柱内板、天窗加强框及车门内板等。

图 17: 激光拼焊一体式热成形门环



资料来源: 刘业鹏等《轻量化系数 2.0 级车身关键设计及制造技术》, 光大证券研究所整理

图 18: 激光焊接示意图



资料来源: 懂车帝, 光大证券研究所整理

## 2.4 冲压市场竞争格局——博俊科技前景可期

博俊科技成立于 2011 年 (vs. 无锡振华、长华集团等其他老牌冲压企业均在 2000 年前成立)，与同行业其他公司相比，博俊科技成立时间较晚。我们认为，当前公司优势主要体现在：**1) 客户结构**：核心客户（理想/赛力斯）均处于较强车型周期；**2) 研发投入**：研发持续投入并已逐步变现，冲压技术布局基本完善；**3) 成本管控**：实施精细化管理模式，并具备模具自研能力。

表 6：博俊科技及其他冲压厂商对比

公司	成立年份	2023 年冲压业务营收 (百万元)	2023 年冲压业务毛利率	配套厂商	竞争优势
博俊科技	2011 年	2,318.75	20.50%	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、比亚迪、赛力斯、理想汽车、长安福特、长城、吉利等	具有独立开发或者同步开发模具的能力，可以在一个组织框架下结合多种工艺完成冲压、焊接、机加工、注塑和装配等工艺；实施精细化管理模式，将管理责任具体化、明确化，有效控制生产成本
多利科技	2010 年	3,498.43	19.26%	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、新朋股份、华域车身、特斯拉、理想汽车、蔚来汽车、零跑汽车、华人运通和比亚迪等	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，具备较强的整车新车型前期同步开发能力，除传统的钢板连接外，公司在钢-铝连接、铝板连接、铸铝件连接、挤压铝连接等轻量化材料连接方面均积累了丰富的技术实践经验，集生产模具、检具开发制造、大中小型冲压零部件、一体化压铸零部件、总成焊接拼装一体；采用 ERP 业务管理系统、SCM 系统、条码系统、MES 系统等信息管理系统加强成本控制
常青股份	1988 年	2,743.50	16.65%	江淮汽车、福田戴姆勒汽车、奇瑞汽车、合众、比亚迪、中国重汽等	较早从事并持续专注于汽车冲压及焊接零部件业务，与江淮汽车建立了稳定的战略合作关系；具备与客户同步开发的能力，已形成汽车车身冲压及焊接零部件、汽车底盘冲压及焊接零部件两大系列多种规格的汽车零部件产品，覆盖了乘用车、商用车等车身和底盘各个部位，具备了较强的整车车身及底盘配套供应能力
英利汽车	1991 年	5,284.66	11.44%	一汽大众、北京奔驰、沃尔沃亚太、华晨宝马、上汽大众、上汽通用、吉利汽车、一汽红旗、小鹏、蔚来、特斯拉等	客户结构不断丰富，具备多样化的技术解决方案和完善的研发体系优势；实施生产基地战略布局，迄今为止已经在国内主要客户周边建有二十余个生产基地
黎明股份	2003 年	676.87	16.82%	上汽通用、上汽大众、华人运通等	经过多年发展和研发积累，掌握了冲压与焊接的核心生产工艺；已具有提供覆盖物流产业上下游的供应链综合服务能力
金鸿顺	2003 年	409.22	4.03%	上汽大众、东风裕隆、大陆汽车等	拥有先进的模具设计与制造技术、创新的冲压技术等核心技术；建立了包括工装设计、模具研发制造、自动化冲压、机器人焊接和电泳涂装在内的冲压零部件生产工艺链，注重成本控制
祥鑫科技	2004 年	4,433.29	17.67%	广汽埃安、吉利汽车、比亚迪、宁德时代、亿纬锂能、本特勒、佛吉亚、法雷奥、马勒、延锋、一汽大众、蔚来汽车、戴姆勒、小鹏汽车等	拥有行业领先的超高强度钢板和铝镁合金模具成型技术、自冲铆 (SPR) 技术、热融自攻丝技术 (FDS) 技术、拼焊板技术、模拟仿真技术等，能够为不同的客户提供多样化的汽车轻量化和电池箱体解决方案；公司在东莞、广州、常熟、天津、宁波、宜宾、马鞍山、墨西哥蒙特雷等地区拥有生产基地，产品覆盖了珠三角、长三角、京津冀、北美等产业集群
长华集团	1993 年	1,480.49	6.16%	一汽大众、上汽大众、上汽通用、长安福特、东风本田、广汽本田、广汽丰田、一汽丰田、东风日产、长安马自达、东风神龙、吉利汽车、长城汽车、比亚迪、上汽集团、奇瑞汽车、江铃汽车等	在汽车金属零部件领域已深耕 30 余载，产品已有效覆盖全球各系别乘用车；产业线覆盖面广，在金属件相关领域已经逐渐形成了高强度紧固件（螺栓、螺母、异形件）、折弯件、螺母板、冲焊件、冲铝件、铸铝件等各类多元化产品的产业布局
华达科技	2002 年	5,109.36	13.12%	东风本田、广汽本田、广汽丰田、东风日产、一汽大众、上汽大众、上汽通用、特斯拉、广汽乘用车、中国一汽、吉利、小鹏、理想、比亚迪丰田、华人运通、上汽时代、宁德时代、蜂巢、亿纬锂能等	已与国内主要的汽车整车厂建立了稳定合作关系；拥有包括汽车发动机油底壳、发动机排气管隔热罩和车身顶部纵梁的多工位模等各类工艺技术专利证书，已完成高强铝合金、新型镁合金等新材料的系统研发，在向上系统如储能电池集成技术、动力电池集成技术、整车轻量化技术开发等系统集成领域已开始拓展；可实现与客户同步开发，并具备模具开发优势
无锡振华	1989 年	1,272.15	8.57%	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、神龙汽车、理想汽车、特斯拉、安徽大众、东风乘用车、东风岚图、长城汽车、联合电子、考泰斯、亚普股份、爱德夏等	已形成从工艺流程设计分析、冲压模具研发、到后期的冲压及焊接技术工艺的完整技术体系，具备为下游客户提供机械零部件和电子元器件选择性精密电镀的解决方案；拥有机器人柔性自动冲压生产线、多工位级进模自动冲压线、自动开卷落料冲压生产线、机器人焊接生产线等先进设备；从事冲压焊接较早，具备客户资源，产品结构完善
凌云股份	1995 年	16,648.73	16.77%	宝马、奔驰、上汽通用、广汽丰田、一	实现了汽车高强度、轻量化安全防撞系列，热成型系列、门槛件

汽丰田、特斯拉、东风乘用车、悦达起 系列等产品自主研发由追赶到超越的转变；  
 亚、长城汽车 拥有高强度、轻量化汽车零部件的核心技术和全球高端客户资源，形成汽车管路、新能源产品、热成型产品三大专业公司加华北、东北、华东、华中、西南五大区域运营架构

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理（截至 2024/5/15）

### 1) 核心客户均处于较强车型周期

公司自 2019 年起直接向主机厂供应总成产品，实现了从 Tier2 向 Tier1 的转型，公司当前已获吉利、理想、比亚迪、赛力斯等主机厂的多款车型订单，尤其与理想、赛力斯等新势力绑定逐步加深（理想全系、问界全系均为独供）：1) 传统主机厂吉利、长安积极向电动化转型，极氪、深蓝等兼具汽车工业基础+新能源赛道新兴的商业模式，整体销量势头保持强劲；2) 新势力车企车型迭代加速，2024E 预计为理想的产品大年、也为问界车型放量的关键年。

我们判断，随核心客户车型逐步放量+公司合作逐步加深，公司冲压业务将充分受益，销售有望延续高增。

表 7：博俊科技向主机厂供货情况

主机厂	车型项目
比亚迪	宋、宋 Plus、海豹、海狮等
吉利	SE1A、FE-5DB、PA2A、SD3A、吉利星越 L、星越 L-高配、XE08、CMA2.0、极氪等
长安福特	CDX706、CDX707、CD542、CD764
长安	C673、C318、E12
赛力斯	问界 M5、M7、M9
理想	L9、L8、L7、Mega
长城	C03
其他	牛创、重汽、滴滴等

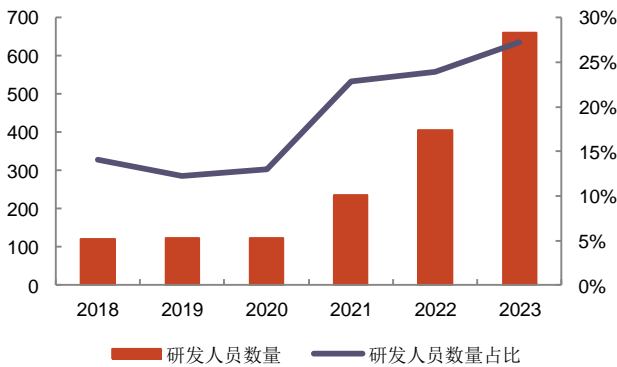
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 2) 持续研发投入，冲压技术布局完善

公司注重技术研发与创新，研发人员数量占比逐年增加（尤其 2021 年以来，新项目/产品开发需求增多），研发费用率居于同行业中上水平（近年来研发费用率降低主要由于研发能力变现、核心客户产品放量扩大营收规模）。公司冲压技术布局逐步完善，已同时掌握冷、热冲压成形工艺，并掌握了模具设计与制造、激光焊接等关键生产工艺和环节的技术。

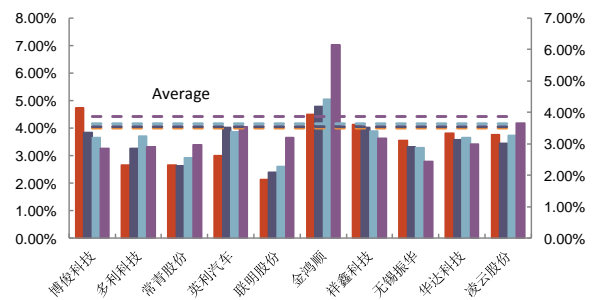
我们认为，未来随热冲压成形和激光焊接在车身零件中得到更广泛的应用，公司有望实现单车配套价值量的提升、以及零件成本的降低。

图 19：博俊科技研发人员数量及占比情况（单位：人）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 20：博俊科技及同类公司研发费用率对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

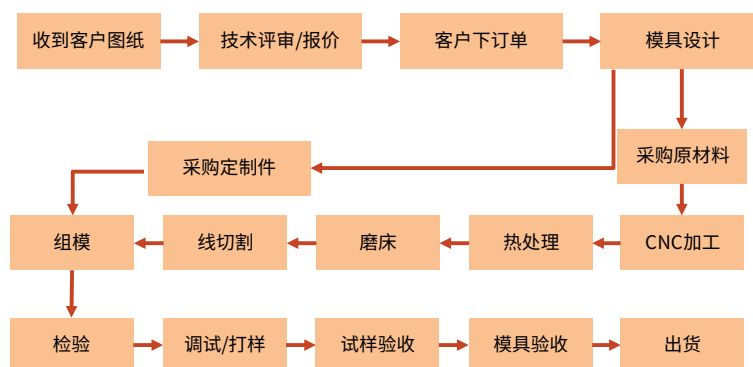
### 3) 管理精细化+自研模具，成本把控能力强

公司实施精细化管理模式，将管理责任具体化、明确化，不断精进生产管理系统和改善管理流程，提高生产人员的工作效率、产品合格率，有效地控制生产成本，保证公司的成本优势，为公司的长期持续发展奠定了坚实的基础。

此外公司被认证为“苏州市博俊高精密汽车冲压模具工程技术研究中心”，公司拥有一批专业的模具开发和设计人才、配备了先进的模具加工及检测设备，具备较强的模具自主开发能力。

我们认为，公司凭借精细化的管理以及模具自研能力，具备较强的成本把控能力，从而具备长期竞争力。

图 21：博俊科技模具生产工艺



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

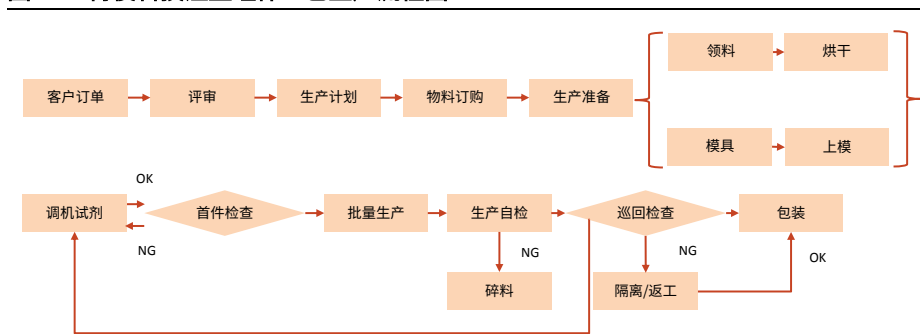
## 3、车身工艺多方布局，协同助力业务拓展

近年来公司积极布局冲压外的其他车身工艺，已分别于 2016 年和 2022 年布局注塑和压铸两大新工艺。我们认为，公司有望凭借车身工艺多方位的布局，实现新业务和传统冲压主业之间的协同，获取更多主机厂订单。

### 3.1 注塑协同冲压发展，盈利能力更上一层

因塑料具有质量轻、耐用、成本效益和设计自由度高等优点，可以满足汽车制造的多种需求，近年来注塑工艺在汽车制造中得到越来越多的应用：1) 汽车内饰件：主要应用于仪表盘、副仪表板、车门防护板、座椅、顶棚等；2) 汽车外部件：主要应用于前后保险杠、汽车外板件(车门外板、机盖外板等)、挡泥板、侧防撞条、左右翼子板、前盖装饰、格栅、导流板、车灯及雨刮器等。

图 22: 博俊科技注塑组件工艺生产流程图



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

根据智研咨询测算, 2022 年汽车塑料件市场规模达 2,052 亿元, 我们预计 2026 年乘用车塑料件市场规模将达 2,387 亿元。

预测假设包括: 1) 2024-2026E 国内乘用车销量同比增长 5.3%/3.2%/1.8%至 2,716 万辆/2,802 万辆/2,853 万辆 (2024E-2026E 国内新能源乘用车销量同比增速 25%/15%/10%, 2024E-2026E 燃油乘用车销量同比增速维持-5%); 2) 单车塑料件用量维持 438kg/辆; 3) 塑料件价格年降 1%。

表 8: 国内乘用车塑料件市场空间测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乘用车销量 (万辆)	2,356	2,579	2,716	2,802	2,853
yoy		9.46%	5.31%	3.16%	1.82%
单车塑料件用量 (kg)	438	438	438	438	438
塑料件价格 (元/kg)	20	20	20	19	19
市场规模 (亿元)	2,052	2,224	2,319	2,368	2,387
yoy		8.37%	4.26%	2.13%	0.80%

资料来源: 乘联会、智研咨询, 光大证券研究所测算

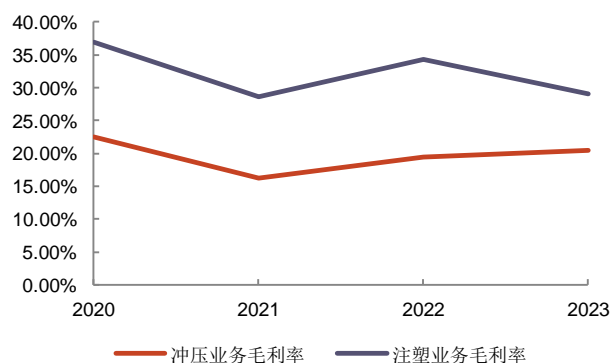
博俊科技注塑业务主要包括汽车天窗、门窗等系统的注塑组件。公司在具备冲压件生产能力的同时积极发展注塑技术, 使得公司可以在一个组织框架下结合多种工艺完成冲压、焊接、机加工、注塑和装配等工艺, 实现生产线拓展+成本节约, 从而提升公司盈利能力 (2023 年公司注塑业务毛利率为 29.06% vs. 冲压业务毛利率为 20.50%)。我们判断, 公司将冲压和注塑在一个组织框架下二合一的生产模式在行业内具备较强竞争力。

图 23: 博俊科技主要注塑组件产品



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 24: 博俊科技注塑业务与冲压业务毛利率情况



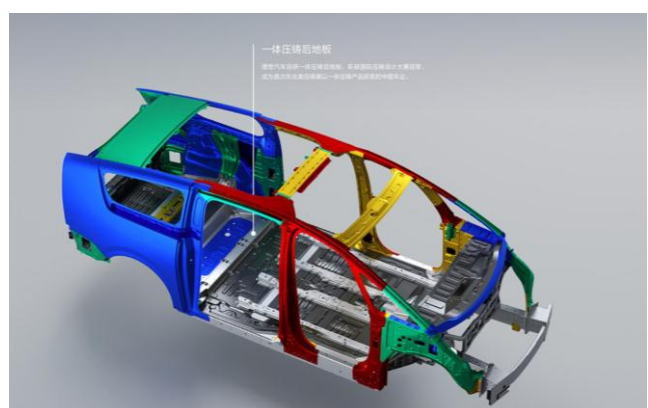
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

### 3.2 布局一体压铸，长期业绩增长可期

与原有的冲压+焊接工艺相比，一体压铸具备重资产/低成本、生产效率高、零件性能优等特点。此外，随着大型高真空压铸一体化程度不断加深，生产环节+所需员工数量将减少，生产成本有望进一步下降。我们认为，未来的车身工艺将以冲压+压铸为主，其中上半部分主要采用冲压工艺，而地板等下半部分车身结构件将逐步转型采用压铸工艺。

我们判断，车企/压铸厂商推进大型高真空压铸一体化程度进度或快于预期，1) 新势力与传统主机厂或陆续推出更多搭载大型高真空压铸结构件的新车型、一体化程度也有望逐步加深（或从后底板延伸至前机舱+中底板）；2) 特斯拉全新平台有望搭载最新一体压铸工艺（或于 2025E 投产），产业链存在催化剂。

图 25：理想 MEGA 采用的一体压铸后地板



资料来源：汽车之家，光大证券研究所整理

图 26：问界 M9 采用 9000T 一体化压铸工艺



资料来源：华为发布会，光大证券研究所整理

表 9：各家车企最新一体压铸技术进展

车企	布局时间	车型	供应商	一体压铸技术进展
特斯拉	2020 年	Model Y	自研	<b>后车身</b> ：后车身制造时间可从 1~2 小时缩短至 60~120 秒，也就是 1-2 分钟，Model Y 成本则可降低约 40%，整车重量降低 10%。
	2023 年	Cybertruck		<b>后底板</b> ：将后底板所需的 70 多个零部件和 1000 多次焊接工序，替换为一个重达 130 公斤的铝合金压铸件。这个压铸件由中国品牌力劲科技生产的 6000 吨级 Giga Press 压铸机完成，每次压铸只需 80-90 秒。特斯拉官方表示，这种技术将给 Model Y 省下 20% 的成本，并减少 30% 的工厂占地面积。
蔚来	2021 年	ET5	文灿股份	整个前后底板甚至整个白车身都采用一体化压铸方式制造，进一步减少零部件数量和连接点，提高车身整体性能和安全性。压铸件无需进行二次热处理，也可以节省能源消耗和时间成本。
	2022 年	ET7		对车身地板使用一体化压铸工艺，后纵梁的吸能盒、轮拱等易损部位保留了单独零件设计，车身地板减重 30%。
	2023 年	ES8		采用超高强度钢铝混合车身，整车抗扭刚度高达 32,000N·m/deg；全铝车身地板采用一体压铸技术，使车身更轻，强度更高，车内空间更大。
极氪	2023 年	009	自研	包含 42% 的铝/57% 的钢/1% 的复合材料，白车身重量约 420kg，占车重 1/6。
赛力斯	2023 年	问界 M9	文灿股份	采用了全铝车身+7 种先进连接技术，白车身仅重 335kg，减重 40%，底盘/悬挂/轮毂/刹车系统/电池组外壳也为全铝材质。
小鹏	2023 年	G6	广东鸿图	<b>首搭全球量产最大一体压铸后端铝车身的车型</b> 。使用该技术使得极氪 009 消除了近 800 个焊接点，零部件数量减少了 80 多个，重量减轻了 16%。
	2023 年	X9		在整车重量减轻的同时，极氪还消除了各种零件焊接时潜在的失效率，使车身更安全。
理想	2023 年	W01	文灿股份	据极氪公布数据称，一体式压铸车身帮助其尾部变形量减少 16%，弯曲刚度提升 11%，扭转刚度提升 9.5% 可达 36450N·m/deg。
				9000 吨一体化压铸工艺；高集成、高可靠、高刚度。
				采用前后一体压铸车身，搭配车身电池一体技术，让车身刚性更强重量更轻，成本也能得到更好的控制。
				小鹏 X9 采用 1.2 万吨一体压铸，同时公司也正在研发 1.6 万吨一体压铸技术。
				整备质量接近 2700+kg，车身采用大量的压铸铝合金结构件，单车用压铸铝金约 80kg，全部是免热处理

理压铸铝合金。据悉一体压铸后地板是其中一个零部件。此外，理想汽车的压铸件全部要求 C611 材料。

公司	年份	车型	研发	描述
小米	2023 年	SU7	自研	<b>小米自主设计了“9100 吨一体化大压铸设备集群系统”：</b> 从铝锭到成品铸件全栈自研自造，包含 9 大工艺，60 个设备，精密控制 433 个工艺参数。实现小米汽车后地板 72 零件合一，焊点减少 840 个，减重 17%，同时生产工时减少 45%。小米还发布了 72 合 1 一体化压铸后地板，重量减轻 17%，车内降噪 2 分贝。 此外，小米还发布了自主研发的“泰坦合金”，这是一种高强高韧的免热处理环保压铸材料，在配方中添加稀土和锆等微量元素，进一步提升材料强度。
沃尔沃	2023 年	-	自研	意大利压铸机制造商 IDRA（意德拉）宣布已与沃尔沃汽车签订一份合同， <b>将为沃尔沃汽车位于东欧的新电动汽车工厂安装两台该公司最大型号的压铸机。</b> IDRA 表示，其将为沃尔沃汽车供应的是两台 9000T 大型铸造机（也被称为 Gigapress）。IDRA 最大且最新的机器型号 9000T，大小如一间小房子或一个网球场。IDRA 指出， <b>这种尖端设备将能够精确、高效地生产复杂的轻型车辆部件，为提高车辆性能和安全性铺平道路。</b>
大众	2023 年	-	自研	其全新新能源车平台 MEB 中使用全新车身，把电池和电机融入了车身底架，电池壳采用铝合金。
比亚迪	2023 年	-	自研	在其 e 平台集成了电机电控，实现了车身重量下降 25%、功率密度提升 20%。
奇瑞	2023 年	-	自研	力劲集团与奇瑞汽车在安徽芜湖联合举办“全球首个超万吨双压射成型工艺暨技术签约仪式”，揭密双压射工艺与设备的技术原理及先进性。
长安	2023 年	-	自研	<b>长安首个一体化前机舱铸件成功试制：</b> 首个一体化前机舱铸件于 1 月 15 日晚成功产出。此项目的成功试制标志着中国长安、长安汽车跻身成为国内掌握超大型一体化结构件研制及生产调试技术的企业，一体化车身项目正式迈入实体铸件阶段，为后期产品的量产奠定了基础，为后续大型压铸零部件研发和制造积累了宝贵经验。
哪吒	2025 年	-	自研	将实现全部车型平台的一体化压铸布局。
丰田	2023 年	-	自研	丰田公开自研一体化压铸技术提高车身后期生产效率，该技术在结构更加复杂的车身前部提升更加明显。使用一体压铸技术后，零部件和工序同样可以简化为一个单一的零件和一个工序。一体化压铸技术使车身后部生产从数小时缩短至 3 分钟。
	2026 年	-		丰田预定于 2026 年投放市场的纯电动汽车将采用该技术，将车身分前部、中间、后部 3 个部分，后部和前部将采用一体化压铸技术来成型。预计车身前部的生产过程将从 91 个零件、51 道工序减少到 1 个零件、1 道工序。

资料来源：懂车帝等，光大证券研究所整理

我们估计 2023 年国内大型高真空压铸市场空间已达 20 亿元，预计 2026E 国内大型高真空压铸市场空间约 140 亿元（2023-2026E 年化增速 cagr 约 91.4%）。

测算假设包括，1) 预计 2024E/2025E/2026E 国内新能源乘用车销量同比增速分别约 25%/15%/10%；2) 基于搭载一体压铸的车型销量测算，预计 2024E 一体压铸后地板/前机舱/下车体的渗透率分别约 10.0%/3.0%/1.0%；3) 鉴于当前后地板/前机舱已搭载于部分车型（vs. 一体压铸下车体件尚未得到广泛应用），预计 2025E/2026E 一体压铸后地板渗透率分别为 12.5%/15.0%、前机舱渗透率分别为 6.0%/9.0%、下车体渗透率分别为 3.0%/5.0%；4) 按 2023 年后地板/前机舱/下车体的单车价值量分别约 3,000 元/2,000 元/10,000 元、年降 3%-5%，预计 2026E 后地板/前机舱/下车体的单车价值量分别约 2,650/1,770/8,850 元。

表 10：大型高真空压铸国内市场空间测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新能源车销量（万辆）	650	886	1,108	1,274	1,402
一体压铸后地板渗透率	5.61%	7.18%	10.00%	12.50%	15.00%
一体压铸后地板车型销量（万辆）	36	64	111	159	210
一体压铸后地板市场空间（亿元）	10.2	19.1	31.9	44.0	55.8
一体压铸前机舱渗透率	0	0.50%	3.00%	6.00%	9.00%
一体压铸前机舱车型销量（万辆）	0	4	33	76	126
一体压铸前机舱市场空间（亿元）	0.0	0.9	6.4	14.1	22.3
一体压铸下车体渗透率	0	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%
一体压铸下车体车型销量（万辆）	0	0	11	38	70
一体压铸下车体市场空间（亿元）	0.0	0.0	10.6	35.2	62.0
<b>车身一体压铸结构件市场空间（亿元）</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>49</b>	<b>93</b>	<b>140</b>

资料来源：乘联会，光大证券研究所预测（注：特斯拉柏林工厂、德州工厂生产 Model Y 已应用一体压铸前机舱，上海工厂尚未应用；2022-2023 年车型销量为实际值、市场空间为光大证券研究所预测）

一体压铸的行业参与者有三类：**1) 主机厂**：部分主机厂自主购置大吨位压铸机、自研一体压铸合金配方/生产工艺，如特斯拉、吉利、长安等；**2) 传统压铸厂商**：布局大吨位压铸机、且具备自制模具能力，如广东鸿图、文灿股份、爱柯迪等；**3) 冲压厂商**：部分冲压厂商开始转型布局压铸业务，如博俊科技、多利科技等。

当前博俊科技已在成都博俊和常州博俊二期布局一体化压铸设备，目前 2500T、3500T、4500T 压铸设备投放在成都工厂，9000T 压铸设备投放在常州工厂二期。成都博俊主要经营一体化压铸，产品用于白车身、电驱、电池包等，最新公告于 2024/4 达到预定可使用状态，公司已取得部分客户订单并与客户同步开发中；常州博俊二期已完成一体压铸试模及制样，预计 4Q24E 投产。

**我们认为，与压铸厂商相比，博俊科技布局一体压铸的优势主要在于拥有完整的结构件设计和生产经验。**大多数压铸厂商直接供应的客户以 Tier1 为主，产品较少与整体车身结构相联系，一体压铸件主要替代的是传统冲压制造的车身结构件，而博俊科技起家做冲压件，对结构件设计理解或优于压铸厂商，有望实现良率和生产效率的快速提升，一体压铸业务或打开公司长期增长空间。

**表 11：布局一体压铸零部件厂商最新进展**

压铸供应商	业务情况	一体压铸进展	压铸机吨位
文灿股份	老铝压铸公司，不仅汽车件	已获蔚来 ET5、ES7、改款 ES6、EC6 定点（独供），并量产；理想 W 平台；1H23 获三家客户共 9 个大型一体化结构件定点；2023/7 获国内某头部新能源汽车制造商一体化前机舱、后地板项目，预计 3Q24E 投产	9000T×2、7000T×1、6000T×2
广东鸿图	老铝压铸公司，+内外饰	已获小鹏 G6 定点并已量产	6800T、12000T 已投产，已导入 16000T
多利科技	汽车冲压件，向压铸转型	已获定点，预计 2025 年开始量产	6100T×3、9200T×1
拓普集团	供应各类汽车零部件，轻量化压铸是业务一部分	已获高合定点，并量产	7200×6、4500×10、2000T×5
瑞鹄模具	汽车轻量化零部件冲压铸造+模具	已获 4 款车型定点（奇瑞星际元 ES、智界 S7 等），其中 2 款 4Q23 分批量产，其余预计 2024 年分布量产	首批压铸机为 3500 吨和 4500 吨
博俊科技	汽车冲压件，向压铸转型	已获定点，预计 4Q24E 量产	采购力劲 5 台 3500T-9000T 大型智能压铸单元
美利信	老铝压铸公司，不仅汽车件	已购设备，已向部分国内造车新势力和头部新能源汽车动力电池制造商提供一体化压铸产品	8800T、7000T
铭利达	非汽车业务也较多，轻量化压铸是业务一部分+模具	已获北汽极狐汽车前后纵梁定点（已量产）和奔驰电池托盘定点（已小批量交付）	5000T
嵘泰股份	老铝压铸公司，不仅汽车件	安装产线	9000T 如期安装、墨西哥二期新增 14 台 800T-4500T 陆续安装
爱柯迪	老铝压铸公司，各类汽车零部件	已购设备	已到位大吨位压铸机 10 台，另外大吨位 6100T 压铸机于 2023 年 4 月份进场
旭升集团	供应各类汽车轻量化零部件，轻量化压铸是业务主要部分	已购设备	目前有 4400T 设备
春兴精工	通信+汽车精密铝合金件	已购设备	NA
长华集团	冲焊+紧固件，向压铸转型	样品待验证	4000T
福然德	金属板材，向压铸转型	交样中	3500T、4200T、6200T、9200T
泉峰汽车	供应各类汽车零部件，轻量化压铸是业务一部分	已获理想、长城、问界等双电机壳体和多家电池托盘定点，并量产；6100T 在试制，8000T 在安装	6100T、8000T
常青股份	汽车冲压件，向压铸转型	仍在投建产线和产品设计开发，与个别客户签订了一体化产品样件协议	NA
亚通精工	汽车轻量化零部件+非汽车，向压铸转型	已形成一定产能	4400T

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理（截至 2024/5/15）

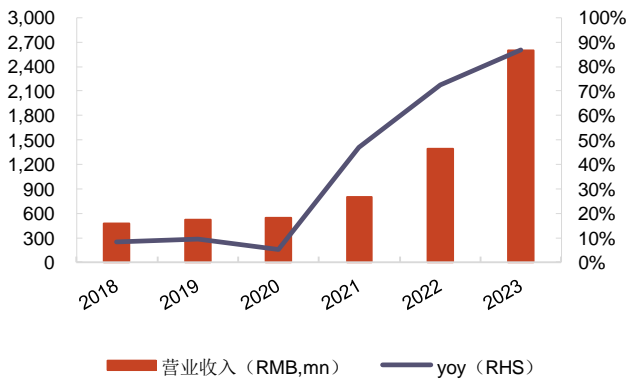
## 4、财务分析

### 4.1 公司历史财务表现

公司 2023 年营收同比+87.0%至 26.0 亿元，归母净利润同比+108.6%至 3.1 亿元，毛利率同比+0.4pcts 至 25.5%。我们认为公司实现营收和盈利的高速增长主要得益于公司客户结构升级及新产品放量。

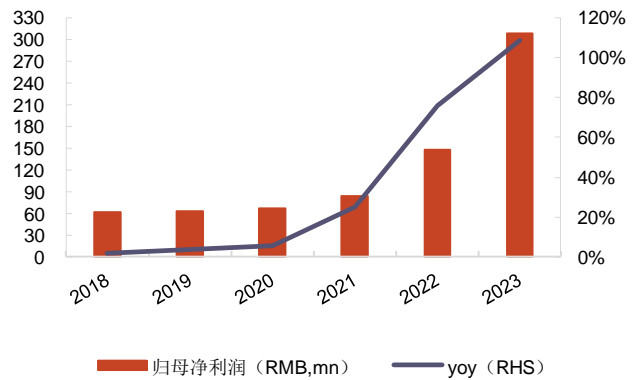
除营收和盈利快速增长外，公司费用端也逐渐受益于规模效应，销管研费用率近年来呈现下降趋势（2021 年随新势力客户产品放量后，公司销管研费用率控制在 10%以内），彰显出公司良好的企业管理能力。

图 27：2018-2023 公司营收及同比增速



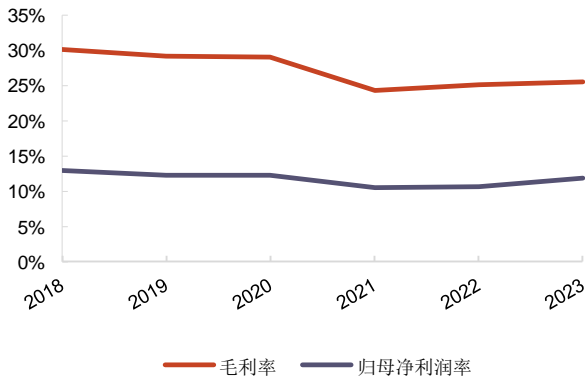
资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

图 28：2018-2023 公司归母净利润及同比增速



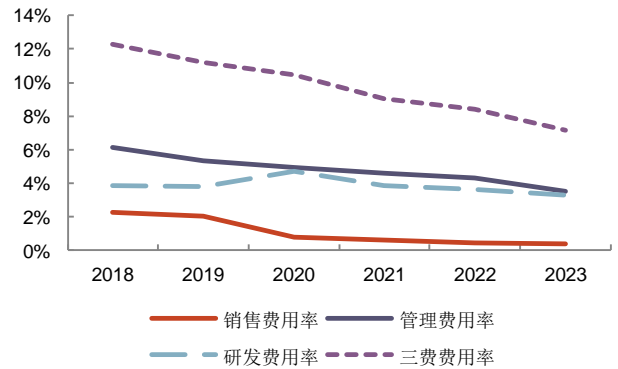
资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

图 29：2018-2023 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

图 30：2018-2023 公司销售、管理、研发费用率



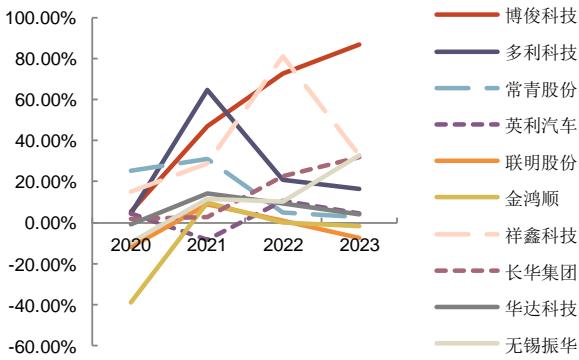
资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

### 4.2 同行业对比分析

选取冲压行业代表性公司如多利科技、常青股份、英利汽车等，通过财务数据对比，我们发现，与同行业其他公司相比，博俊科技的财务表现主要特点有：1) 营收及归母净利润增速位于同行业第一，业绩增长动力充足；2) 毛利率高，费用管控得当，公司管理能力强；3) ROIC 高、营运资金周转率高；4) 资产负债率高，公司正处高速成长期，资产增加保障业务规模持续扩大。

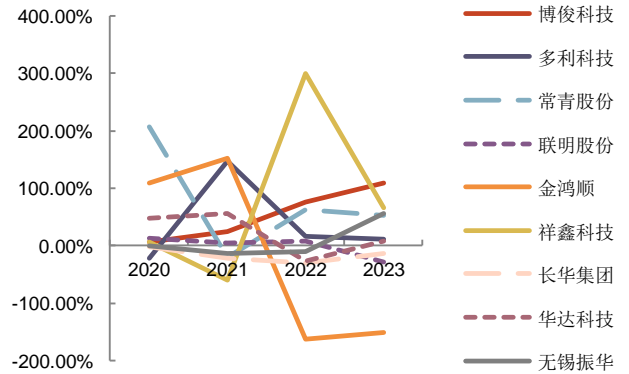
**营收及归母净利润增速高：**公司营收及归母净利润增速位于同行业第一，主要受益于公司新产品和新客户的持续拓展，鉴于当前公司核心客户均处强车型周期，我们认为公司业绩增长动力充足。

图 31: 2020-2023 冲压行业相关公司营收增速



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所绘制

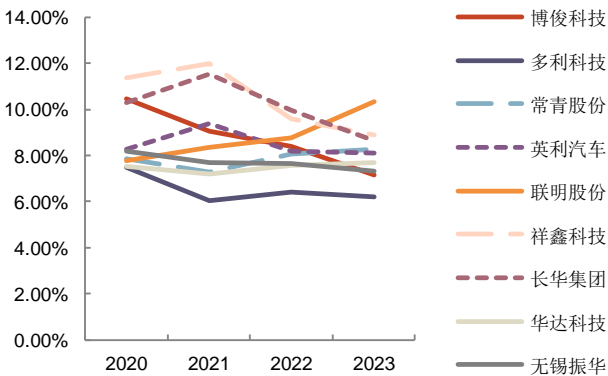
图 32: 2020-2023 冲压行业相关公司归母净利润增速



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所绘制

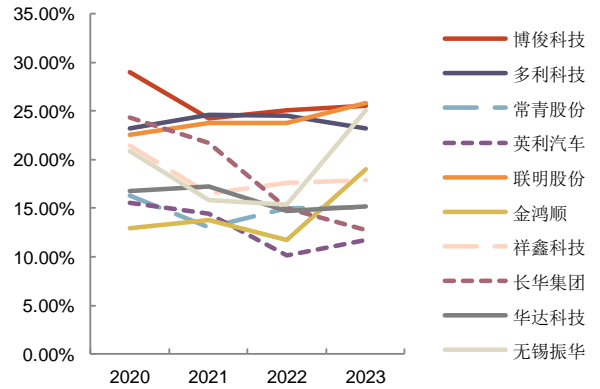
**毛利率高, 三费费用率低:** 除 2021 年受上游原材料钢材价格上涨影响冲压行业整体毛利率下行外, 公司近年来毛利率持续上升, 并均处在平均水平之上, 具备较强的盈利能力。此外, 公司费用管控能力强, 我们认为主要得益于公司具备模具自研能力、以及实施精细化管理。

图 33: 2020-2023 冲压行业相关公司三费费用率



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所绘制

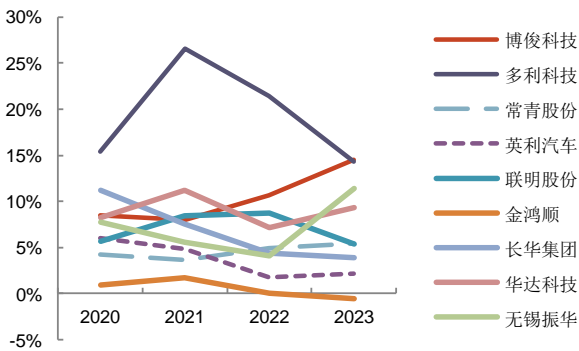
图 34: 2020-2023 冲压行业相关公司毛利率



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所绘制

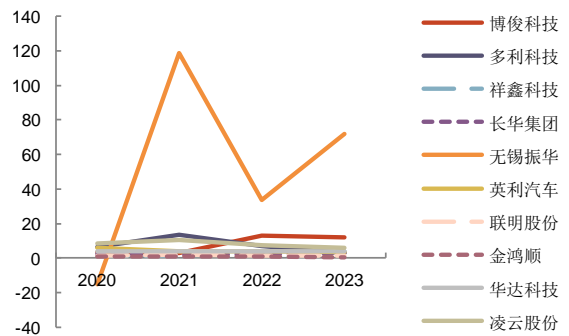
**ROIC 高、营运资金周转率高:** 公司 ROIC 位居同行业前列, 营运资金周转率仅次于无锡振华、高于同行业平均水平。尽管一体压铸的布局需要大额固定资产投入且可能为公司带来资金困境, 2023 年公司营运资金周转率为 12.12 (vs. 同行业大部分公司资金周转率在 5.00 以内), 我们认为, 公司具备较强的资金利用能力, 经营稳健。

图 35: 2020-2023 年冲压行业相关公司 ROIC



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所绘制

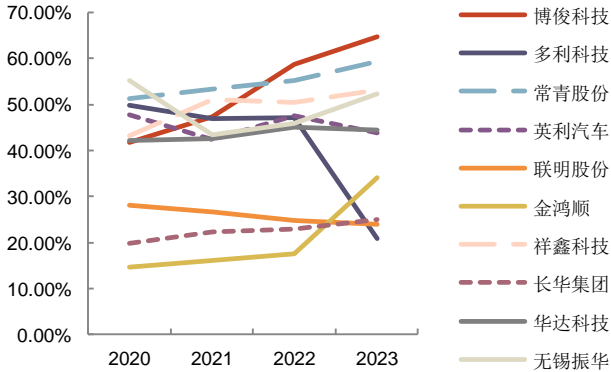
图 36: 2020-2023 年冲压行业相关公司营运资金周转率



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所绘制

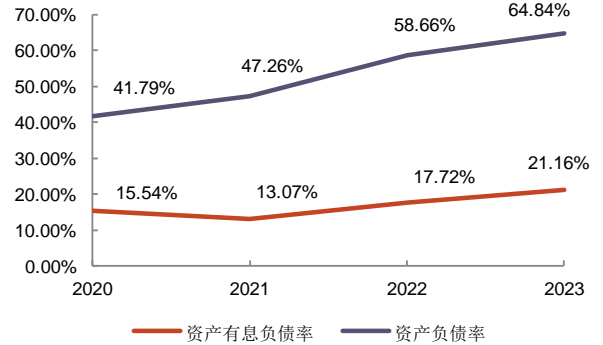
**资产负债率高：**当前公司正处高速成长期，由于新建扩厂+购置一体压铸相关大型设备，近年来公司资产负债率逐年增加，2023 年公司资产负债率高达 64.8%，其中，资产有息负债率仅 21.2%。我们认为，资产增加+财务结构稳健将保障公司业务规模持续扩大，后续有望通过规模效应分摊固定成本。

图 37：2020-2023 冲压行业相关公司资产负债率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图 38：2020-2023 博俊科技资产有息负债率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

## 5、盈利预测

综合来看，我们预计公司 2024E/2025E/2026E 总营收分别为人民币 40.1 亿元/50.9 亿元/61.9 亿元，同比增速分别为 54.0%/27.0%/21.6%。

预计公司 2024E/2025E/2026E 毛利率分别为 24.6%/24.4%/24.8%。

### (1) 冲压业务

2023 年公司冲压业务营收同比+102.4%至 23.2 亿元，考虑到 2024E-2026E 公司配套核心客户吉利、理想、赛力斯、长安的车身冲压件逐步放量，且随热冲压成形在车身上应用范围增加、公司配套单车价值量或持续抬升，公司有望凭借多种工艺布局切入新客户供应体系，预计 2024E/2025E/2026E 冲压业务营业收入分别同比+43.4%/+15.8%/+9.3%至 33.3 亿元/38.5 亿元/42.1 亿元。

考虑热冲压+激光焊接业务规模扩大、新工厂爬坡、以及年降等因素，预计公司冲压业务毛利率 2024E/2025E/2026E 分别为 21.9%/22.3%/23.1%。

### (2) 注塑业务

2020-2023 年公司注塑业务营业收入分别为 1.0/1.1/1.0/0.7 亿元，预计随公司冲压产品配套车型增多，注塑业务有望同步配套实现稳步增长，假设注塑业务 2024E-2026E 每年营业收入增速为 5%，预计 2024E/2025E/2026E 注塑业务营业收入分别为 0.7 亿元/0.8 亿元/0.8 亿元。考虑产品单价年降因素，预计毛利率分别约 28.5%/28.0%/27.5%。

### (3) 商品模业务

2020/2021/2022/2023 年公司商品模业务收入分别为 0.06/0.10/0.02/0.04 亿元，公司商品模业务主要来自部分客户出自自身生产需求的定制采购需求，假定公司 2024E/2025E/2026E 商品模业务带来的收入均为 0.05 亿元，考虑公司设计的精密模具在精度/表面粗糙度/制造周期/使用寿命具备一定竞争优势、可能享有一定的议价权，再结合历史毛利率水平，假设商品模业务毛利率可维持在 50%。

#### (4) 压铸业务

成都工厂、常州工厂二期预计 2024E 均将投产，2024E 起压铸业务将开始贡献公司营业收入，结合公司压铸工厂产能爬坡、以及压铸行业相关情况，我们预计 2024E/2025E/2026E 压铸业务营收分别为 3.5/8.8/15.9 亿元，假设压铸业务毛利率分别为 16.0%/18.8%/20.4%。

#### (5) 其他

其他业务主要包括边角料销售，预计收入规模与主营冲压业务规模正相关，假设 2024E/2025E/2026E 其他业务营收分别同比+20%/+10%/+10%至 2.5/2.8/3.0 亿元，假设毛利率稳定在 70%左右。

表 12: 各业务 2022-2026E 测算表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,391</b>	<b>2,600</b>	<b>4,005</b>	<b>5,086</b>	<b>6,186</b>
Yoy	72.68%	86.96%	54.02%	26.99%	21.62%
毛利率	25.10%	25.54%	24.56%	24.42%	24.82%
<b>冲压业务</b>	<b>1,146</b>	<b>2,319</b>	<b>3,325</b>	<b>3,852</b>	<b>4,209</b>
yoy	84.13%	102.37%	43.41%	15.84%	9.28%
毛利率	19.46%	20.50%	21.91%	22.31%	23.13%
<b>注塑业务</b>	<b>102</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>79</b>
Yoy	-5.38%	-32.41%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	34.32%	29.06%	28.50%	28.00%	27.50%
<b>商品模业务</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
Yoy	-82.54%	95.72%	40.19%	0.00%	0.00%
毛利率	23.65%	59.56%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>压铸业务</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>352</b>	<b>877</b>	<b>1,588</b>
Yoy	NA	NA	NA	149.46%	81.05%
毛利率	NA	NA	15.99%	18.84%	20.44%
<b>其他</b>	<b>142</b>	<b>210</b>	<b>251</b>	<b>277</b>	<b>304</b>
Yoy	116.49%	47.85%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	64.07%	79.60%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

2023 年公司销管研费用率为 7.18%，考虑 2024 年常州工厂二期、成都工厂、广东工厂等新厂房投产，预计 2024 年三费费用率或有所上升，随公司主营业务规模持续扩大、且公司核心工艺布局基本完成，公司未来三费费率将逐步下降，我们预计 2024E/2025E/2026E 销售/管理/研发三费费用率分别为 7.20%/7.10%/7.10%。

随核心客户新项目陆续投产爬坡，我们预计 2024E/2025E/2026E 公司归母净利润约人民币 4.56 亿元/6.02 亿元/7.51 亿元，同比增速 48%/32%/25%，EPS 分别为 1.13/1.49/1.86 元。

表 13: 公司 2022-2026E 销管研费用表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>销管研费用</b>	<b>117</b>	<b>187</b>	<b>288</b>	<b>364</b>	<b>439</b>
销售费用	6	10	16	20	25
管理费用	60	92	144	181	217
研发费用	51	85	128	163	198
<b>销管研费用率</b>	<b>8.41%</b>	<b>7.18%</b>	<b>7.20%</b>	<b>7.10%</b>	<b>7.10%</b>
销售费用率	0.46%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	4.30%	3.54%	3.60%	3.55%	3.50%
研发费用率	3.66%	3.27%	3.20%	3.20%	3.20%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

表 14: 公司盈利预测与估值简表

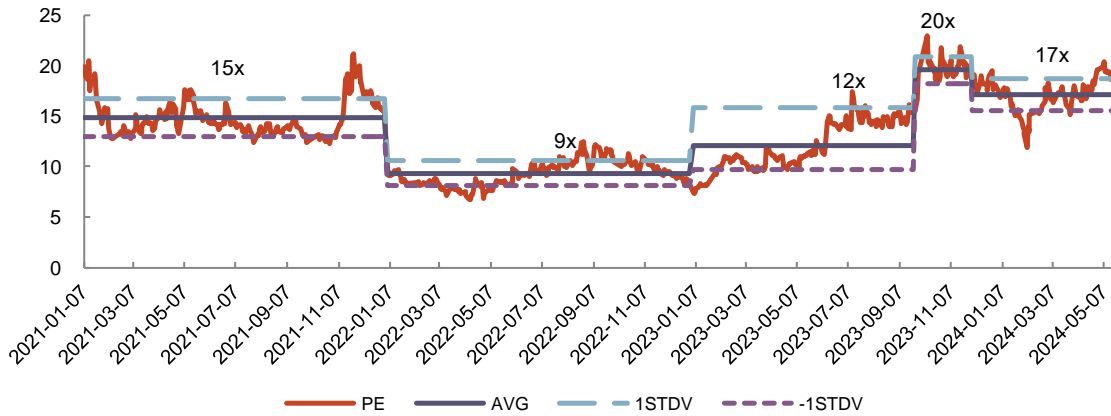
指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,391	2,600	4,005	5,086	6,186
营业收入增长率	72.68%	86.96%	54.02%	26.99%	21.62%
净利润 (百万元)	148	309	456	602	751
净利润增长率	75.61%	108.58%	47.68%	32.13%	24.84%
EPS (元)	0.95	1.11	1.13	1.49	1.86
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.60%	17.74%	21.16%	22.40%	22.45%
P/E	22	19	18	14	11
P/B	2.5	3.3	3.9	3.1	2.5

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024/5/15 (2022、2023 年公司总股本分别为 1.55、2.79 亿股, 2024E-2026E 按总股本 4.04 亿计算)

## 6、估值水平与投资评级

博俊科技从 2021/1/7 上市至今，动态 PE 估值中枢为 13x；其中，2022 年以来受益于客户结构升级（尤其是公司配套理想、赛力斯等处强车型周期的核心客户），公司估值逐步抬升，2023/9 公司配套车型问界 M7 中期改款+M9 强势上市后，估值最高达 23x。

图 39：上市至今博俊科技动态 PE 变化



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制（截止 2024/5/15）

### 相对估值

我们采用 PE 估值法对博俊科技进行估值。公司主营业务为汽车车身冲压件，当前公司已全面布局冷热冲压、激光焊接、注塑、压铸等车身工艺，随成都工厂及常州工厂二期压铸产品投产，我们认为公司未来或形成以冲压+压铸为主的业务结构，因此我们选定了冲压及压铸业务对应的汽车零部件行业 A 股公司作为可比公司：**1) 冲压+压铸**：多利科技；**2) 冲压**：祥鑫科技、无锡振华、常青股份；**3) 压铸**：爱柯迪、旭升集团。

当前可比公司估值均值约 14x 2024E PE，博俊科技当前股价对应 2024E PE 18x。

鉴于公司核心客户均处强车型周期、业绩兑现能力强，且毛利率高、费用管控能力强、投资回报率高，看好多车身工艺协同助力公司长期业绩增长，考虑公司 23-26E 归母净利润 cagr 高于同行业，我们认为博俊科技 PE 估值应高于同行业。

表 15：博俊科技相对估值

股票名称	代码	股价 (元)	EPS (元)				PE (X)				23-26E 归母净利润 cagr
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
多利科技	001311.SZ	38.43	2.70	3.37	4.09	4.75	14	11	9	8	20.72%
祥鑫科技	002965.SZ	36.33	2.28	3.02	4.15	4.51	16	12	9	8	31.31%
常青股份	603768.SH	13.44	0.65	0.91	1.15	1.36	21	15	12	10	28.30%
无锡振华	605319.SH	20.22	1.11	1.47	1.80	2.17	18	14	11	9	25.07%
爱柯迪	600933.SH	18.77	1.02	1.18	1.49	1.82	18	16	13	10	24.39%
旭升集团	603305.SH	13.53	0.77	0.90	1.13	1.35	18	15	12	10	20.90%
行业平均							18	14	11	9	25.11%
博俊科技	300926.SZ	20.81	1.11	1.13	1.49	1.86	19	18	14	11	34.55%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：博俊科技 EPS 为自光大证券研究所预测，其余可比公司 EPS 来自 Wind 一致性预期；股价日期为 2024/5/15

### 绝对估值

我们运用 FCFF 定价模型，预计长期增长率约 1%（考虑到冲压行业市场参与者众多、竞争格局较为分散），无风险利率 2.30%（当前十年期国债收益率），WACC 约 7.26%（选取中证汽车零部件行业 $\beta$ （0.73）作为公司无杠杆 $\beta$ 的近似值，风险溢价率约 6.33%）。基于绝对估值，博俊科技（300926.SZ）合理股价约 25.77 元（对应约 23x 2024E PE）。

表 16: FCFF 估值法关键假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	2.30%
$\beta$ ( $\beta_{levered}$ )	0.83
Rm-Rf	6.33%
Ke(levered)	7.57%
税率	15.00%
Kd	3.97%
Ve (百万元)	6427.00
Vd (百万元)	1046.91
目标资本结构	8.67%
WACC	7.26%

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

表 17: 博俊科技现金流折现及估值表

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-1112.44	-9.69%
第二阶段	3873.51	33.75%
第三阶段 (终值)	8715.35	75.94%
企业价值 AEV	11476.43	100.00%
加: 非经营性净资产价值	-11.75	-0.10%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	1046.91	-9.12%
总股本价值	10417.76	90.78%
股本 (百万股)	404.31	
每股价值 (元)	<b>25.77</b>	
PE (隐含 2024E)	22.87	
PE (动态 2024E)	18.47	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 18: 博俊科技敏感性分析 (单位: 元)

WACC/g	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
6.26%	29.12	31.34	33.98	37.17	41.11
6.76%	25.61	27.40	29.50	31.99	35.02
7.26%	22.61	24.07	<b>25.77</b>	27.75	30.12
7.76%	20.03	21.24	22.62	24.23	26.11
8.26%	17.79	18.80	19.94	21.25	22.77

资料来源: 光大证券研究所预测

### 投资评级

我们预测 2024E/2025E/2026E 博俊科技归母净利润约人民币 4.56 亿元/6.02 亿元/7.51 亿元（对应同比增速 48%/32%/25%），我们看好 1) 公司核心客户均处强车型周期、业绩兑现能力强；2) 多工艺布局步入收获期，协同发展助力公司业绩长期增长；3) 费用把控能力强。

综合考虑绝对估值和相对估值结果，我们首次覆盖博俊科技（300926.SZ），给予“买入”评级。

## 7、风险分析

- 1) **核心客户销量兑现不及预期。**公司当前业绩增长动力主要来自理想、赛力斯等新势力头部客户新车型放量，一旦核心客户销量兑现不及预期，公司业绩增长或放缓。
- 2) **压铸等新工艺应用程度不及预期。**公司实现单车配套价值量提升+与客户合作加深的关键在于压铸等车身新工艺的协同布局，新工艺应用程度不及预期或影响公司新业务增长。
- 3) **新建产能爬坡不及预期。**公司近年来积极扩建产能，辐射全国汽车产业集群，一旦产能建设不及预期，存在订单与产能错配风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,391	2,600	4,005	5,086	6,186
营业成本	1,042	1,936	3,022	3,845	4,650
折旧和摊销	57	91	146	187	225
税金及附加	7	9	16	20	25
销售费用	6	10	16	20	25
管理费用	60	92	144	181	217
研发费用	51	85	128	163	198
财务费用	11	30	35	81	116
投资收益	-2	0	0	0	0
营业利润	168	373	534	706	882
利润总额	169	375	536	708	884
所得税	21	66	80	106	133
净利润	148	309	456	602	751
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	148	309	456	602	751
EPS(元)	0.95	1.11	1.13	1.49	1.86

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-89	193	263	508	817
净利润	148	309	456	602	751
折旧摊销	57	91	146	187	225
净营运资金增加	257	345	659	578	495
其他	-551	-551	-998	-859	-654
投资活动产生现金流	-327	-530	-956	-1,008	-1,060
净资本支出	-327	-530	-850	-900	-950
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-106	-108	-110
融资活动现金流	416	424	986	716	463
股本变化	13	124	125	0	0
债务净变化	312	500	1,056	859	664
无息负债变化	648	898	876	553	552
净现金流	1	89	293	216	220

## 主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	25.1%	25.5%	24.6%	24.4%	24.8%
EBITDA 率	22.5%	23.5%	21.1%	21.3%	21.9%
EBIT 率	18.4%	20.0%	17.4%	17.6%	18.3%
税前净利润率	12.2%	14.4%	13.4%	13.9%	14.3%
归母净利润率	10.6%	11.9%	11.4%	11.8%	12.1%
ROA	4.8%	6.2%	6.2%	6.5%	6.8%
ROE (摊薄)	11.6%	17.7%	21.2%	22.4%	22.4%
经营性 ROIC	11.9%	15.3%	13.9%	13.5%	13.8%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	59%	65%	70%	71%	70%
流动比率	1.02	1.15	1.01	0.97	0.96
速动比率	0.66	0.80	0.69	0.66	0.65
归母权益/有息债务	2.33	1.66	1.02	0.91	0.92
有形资产/有息债务	5.37	4.54	3.27	2.92	2.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	3,084	4,946	7,292	9,238	11,115
货币资金	226	508	801	1,017	1,237
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	668	999	1,398	1,720	1,982
应收票据	44	172	280	356	433
其他应收款 (合计)	5	5	12	15	19
存货	619	907	1,431	1,812	2,165
其他流动资产	123	372	512	620	730
流动资产合计	1,768	3,015	4,516	5,641	6,683
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	764	1,199	1,694	2,235	2,825
在建工程	229	395	319	265	229
无形资产	80	111	338	494	587
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	150	124	264	372	482
非流动资产合计	1,316	1,932	2,776	3,597	4,432
总负债	1,809	3,207	5,139	6,551	7,767
短期借款	484	458	1,494	2,304	2,918
应付账款	671	487	906	1,153	1,395
应付票据	326	1,179	1,511	1,730	1,953
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	45	123	123	123	123
流动负债合计	1,731	2,623	4,460	5,817	6,977
长期借款	40	178	228	278	328
应付债券	0	330	330	330	330
其他非流动负债	9	13	20	26	31
非流动负债合计	78	584	679	734	790
股东权益	1,275	1,739	2,153	2,687	3,348
股本	155	279	404	404	404
公积金	576	462	382	442	471
未分配利润	544	827	1,196	1,669	2,302
归属母公司权益	1,275	1,739	2,153	2,687	3,348
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.46%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	4.30%	3.54%	3.60%	3.55%	3.50%
财务费用率	0.80%	1.15%	0.87%	1.59%	1.88%
研发费用率	3.66%	3.27%	3.20%	3.20%	3.20%
所得税率	13%	18%	15%	15%	15%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.10	0.15	0.17	0.22	0.28
每股经营现金流	-0.57	0.69	0.65	1.26	2.02
每股净资产	8.23	6.24	5.33	6.65	8.28
每股销售收入	8.98	9.33	9.91	12.58	15.30

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	22	19	18	14	11
PB	2.5	3.3	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	12.2	11.2	12.4	10.5	8.9
股息率	0.5%	0.7%	0.8%	1.1%	1.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP