

博俊科技 (300926.SZ)

轻量化赛道新星，业绩高增可期

冲压市场空间广阔，行业格局有集中趋势。汽车制造可用工艺多，包括冲压、铸造、锻压、挤压等。冲压生产效率高、产品强度较高，多用车身结构件、防撞件等，单车价值超万元。车身零部件向集成化发展是大趋势，在特斯拉带动下，一体化压铸加速行业变革，车企陆续量产后地板，前舱和托盘亦有望突破。中短期维度，我们预计冲压、压铸等多种技术路线将并存，到2025年，冲压市场空间约2163亿元。外资龙头产品、工艺、产能布局较早，市场份额相对领先。近年国内新势力车企崛起，部分造车经验较少，选择代工模式，发包向总成发展，国内公司陆续拿到新订单，规模逐渐扩张，行业格局有集中趋势。

实现 Tier 2 向 Tier 1 转型，核心客户理想、赛力斯在强车型周期。公司早期为汽车零部件二级供应商，深耕冲压领域，掌握冷、热成型工艺，可满足客户对产品多方面的要求，2019年起直接向主机厂供应总成产品，实现了客户从 Tier 1 向整车厂、产品从零部件到模块化、典型产品尺寸从小到大的全面切换。目前已获得吉利、理想、问界等主机厂总成订单，产品升级叠加客户销量强势，公司冲压产品量价齐升，2022年吉利、理想、赛力斯已进入公司前五大客户，合计营收占比超30%，绑定逐渐加深。当前老牌自主长安、吉利积极向电动化转型，新势力理想L系列销售高增，纯电系列发布在即，“鸿蒙智行联盟”问界M7、M9订单火爆，核心客户多处在强车型周期，随着新车陆续发布，销售有望延续高增长，公司有望充分受益。

工艺+产品+产能布局逐渐完善，业绩高增可期。公司掌握数控切割、冲压、激光焊接、嵌件注塑、组装等工艺，拓展白车身、电池包、电驱等产品，凭借产品和技术能力不断获取新订单，2023-2025年在手订单合计金额为71.07亿元。考虑到产能利用率处于高位，公司扩产常州基地，设子公司建设河北、宁波及沙坪坝基地，相关新建产能将在2024-2025年逐步投产。顺应行业趋势，公司前瞻布局一体化压铸，成都和常州博俊二期的产线预计分别于2024年4月和2024Q4投产。随着在建项目陆续投产，公司工艺、产品、产能布局逐渐完善，有望充分满足潜在客户的配套需求，强化公司相关定点获取能力，助力公司长期增长。

盈利预测：预计2023-2025年，公司收入分别为27.3、39.9、51.3亿元，归母净利润分别为3.0、4.4、5.9亿元，对应PE分比为26、18、13倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；新客户拓展不及预期；行业空间测算相关风险等。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	806	1,391	2,731	3,989	5,126
增长率 yoy (%)	46.8	72.7	96.3	46.1	28.5
归母净利润（百万元）	84	148	299	440	589
增长率 yoy (%)	25.2	75.6	102.1	47.2	33.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.30	0.53	1.07	1.58	2.11
净资产收益率 (%)	8.9	11.6	19.2	22.2	23.1
P/E（倍）	93.8	53.4	26.4	18.0	13.4
P/B（倍）	8.3	6.2	5.1	4.0	3.1

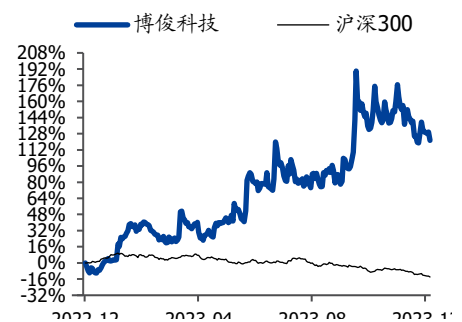
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年12月20日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	汽车零部件
12月20日收盘价（元）	28.34
总市值（百万元）	7,902.03
总股本（百万股）	278.83
其中自由流通股（%）	25.20
30日日均成交量（百万股）	5.68

股价走势



作者

分析师 丁逸朦

执业证书编号：S0680521120002

邮箱：dingyimeng@gszq.com

分析师 刘伟

执业证书编号：S0680522030004

邮箱：liuwei@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	960	1768	3442	4535	5744	营业收入	806	1391	2731	3989	5126
现金	178	226	655	957	1230	营业成本	610	1042	2068	3010	3859
应收票据及应收账款	414	712	1389	1740	2281	营业税金及附加	6	7	22	30	36
其他应收款	1	5	8	11	13	营业费用	5	6	15	22	26
预付账款	46	83	150	206	241	管理费用	37	60	117	168	210
存货	284	619	1118	1499	1856	研发费用	31	51	109	168	220
其他流动资产	36	123	123	123	123	财务费用	8	11	63	98	119
非流动资产	836	1316	1900	2353	2541	资产减值损失	-16	-29	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	2	1	0	0	0
固定资产	444	764	1267	1672	1875	公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
无形资产	44	80	83	87	93	投资净收益	3	-2	0	1	1
其他非流动资产	349	472	551	593	573	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1795	3084	5343	6888	8284	营业利润	87	168	338	495	657
流动负债	782	1731	3613	4702	5544	营业外收入	2	1	2	1	2
短期借款	154	484	1477	2002	2159	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	523	997	1875	2425	3087	利润总额	90	169	339	496	658
其他流动负债	105	250	262	274	298	所得税	5	21	40	56	69
非流动负债	67	78	171	207	195	净利润	84	148	299	440	589
长期借款	55	40	126	167	155	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	38	46	40	41	归属母公司净利润	84	148	299	440	589
负债合计	849	1809	3784	4909	5739	EBITDA	145	252	480	722	935
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	0.30	0.53	1.07	1.58	2.11
股本	142	155	279	279	279	主要财务比率					
资本公积	334	518	394	394	394	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	471	602	870	1253	1763	成长能力					
归属母公司股东权益	947	1275	1558	1979	2545	营业收入 (%)	46.8	72.7	96.3	46.1	28.5
负债和股东权益	1795	3084	5343	6888	8284	营业利润 (%)	10.7	93.0	100.5	46.5	32.6
						归属母公司净利润 (%)	25.2	75.6	102.1	47.2	33.9
						获利能力					
						毛利率 (%)	24.2	25.1	24.3	24.5	24.7
						净利率 (%)	10.5	10.6	10.9	11.0	11.5
						ROE (%)	8.9	11.6	19.2	22.2	23.1
						ROIC (%)	7.7	9.2	10.6	12.2	13.7
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	47.3	58.7	70.8	71.3	69.3
						净负债比率 (%)	6.8	27.3	65.0	65.2	46.0
						流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
						速动比率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6
						应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
						每股指标 (元)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.53	1.07	1.58	2.11
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.05	-0.32	0.32	1.55	2.25
						每股净资产 (最新摊薄)	3.40	4.57	5.59	7.10	9.13
						估值比率					
						P/E	93.8	53.4	26.4	18.0	13.4
						P/B	8.3	6.2	5.1	4.0	3.1
						EV/EBITDA	55.0	32.7	18.6	12.7	9.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 12 月 20 日收盘价

内容目录

一、轻量化赛道新星，业绩高增可期	5
二、冲焊件单车价值超万元，一体化加速行业变革	8
2.1 汽车制造工艺多，冲焊件单车价值超万元	8
2.2 冲焊件品类多、资产较重，行业格局分散	11
2.3 集成化大势所趋，一体化加速行业变革	13
三、冲压业务量价齐升，一体化压铸进展顺利	17
3.1 积极布局白车身业务，ASP 持续提升	17
3.2 工艺布局逐渐完善，深度合作优质车企	22
3.3 在手订单充足，产能稳步扩张	25
四、盈利预测与估值	27
风险提示	29

图表目录

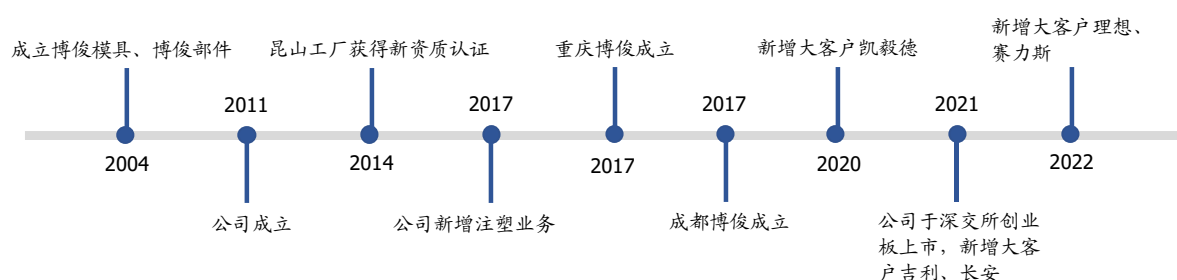
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主要产品	5
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 收入分业务结构	6
图表 5: 收入分区域结构	6
图表 6: 营收增长提速（亿元，%）	7
图表 7: 历年净利润（亿元，%）	7
图表 8: 毛利率和净利率情况（%）	7
图表 9: 公司管理费用率下降明显（%）	7
图表 10: 汽车制造工艺对比	8
图表 11: 冲压件应用广泛	8
图表 12: 冲压零部件生产流程图	8
图表 13: 普通冲压件工艺流程相对较短	9
图表 14: 热冲压流程长，工艺复杂	9
图表 15: 冷/热冲压工序对比	9
图表 16: 热冲压已可应用至各个防撞部位	10
图表 17: 热冲压主要应用	10
图表 18: 热冲压在欧美应用广泛，国内起步较晚	10
图表 19: 焊接工艺对比	11
图表 20: 行业主要参与者业务概况及经营指标（2021 年）	12
图表 21: 冲压行业标的毛利率对比	12
图表 22: 冲压行业标的净利率对比	12
图表 23: 自主及新能源车销量份额提升明显（万辆，%）	13
图表 24: 2020 年起内资供应商营收高速增长	13
图表 25: 2022 至今，相关企业融资计划	13
图表 26: 下车身冲焊件	14
图表 27: 上车身冲焊件（集成化为主）	14
图表 28: 特斯拉模块化生产流程构想	14
图表 29: 特斯拉推动模块化生产	14
图表 30: 头部车企积极推动一体化压铸更新	15
图表 31: 一体化压铸行业梳理	15
图表 32: 汽车钢材/铝材用量测算（kg）	16
图表 33: 冲焊结构件行业空间测算	16

图表 34: 2022 年冲压零部件贡献公司 82% 的营收 (亿元, %)	17
图表 35: 2022 年冲压零部件营收高增 (亿元, %)	17
图表 36: 冲压零部件主要产品涉及多种工艺	17
图表 37: 公司主要零部件产品	18
图表 38: 公司部分产品市场占有率	18
图表 39: 公司的白车身产品	19
图表 40: 后侧围内板总成及地板示意图	19
图表 41: 前纵梁总成及防撞梁示意图	19
图表 42: 公司面向整车厂商的车身模块化典型产品市场占有率	20
图表 43: 2022 年冲压零部件营收高增 (亿元, %)	20
图表 44: 冲压零部件量价齐升 (万件, 元/件)	20
图表 45: 可转债项目单价提升显著	21
图表 46: 注塑组件产品图	21
图表 47: 公司自制模具与外采模具的成本差异	22
图表 48: 募投完善工艺、产品、产能布局	22
图表 49: Tier 1 及对应终端客户	23
图表 50: 公司与整车厂开始合作年份	23
图表 51: 主机厂客户占比逐渐增加	24
图表 52: 主机厂客户销量占比快速提升	24
图表 53: 老牌车企加速电动化转型	24
图表 54: 理想 2021 年起销量高增 (万辆)	24
图表 55: 问界理想月度销量 (辆)	24
图表 56: 多地布局, 就近配套	25
图表 57: 车身模块化产品在手订单饱满 (亿元)	25
图表 58: 产能利用率处于较高水平	25
图表 59: 公司各地子公司扩产项目及投产时间	26
图表 60: 盈利预测分拆表	28
图表 61: 可比公司估值	28

一、轻量化赛道新星，业绩高增可期

江苏博俊工业科技股份有限公司（简称：博俊科技）成立于 2011 年 3 月，于 2021 年在创业板上市。公司主要从事汽车冲压业务，产品覆盖框架类、传动类及车身模块化产品，同时具备自产相关模具的能力。2018 年起，公司积极拓展车身模块化业务，陆续开发了侧围，后侧围内板，地板，前纵梁总成及防撞梁，仪表台骨架等模块化产品。公司早期和 Tier 1 合作较多，终端配套大众、福特、通用、上汽、东风神龙、吉利、长城等。2019 年起，公司逐渐开始直供主机厂，产品单价也不断提升。

图表 1：公司发展历程



资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

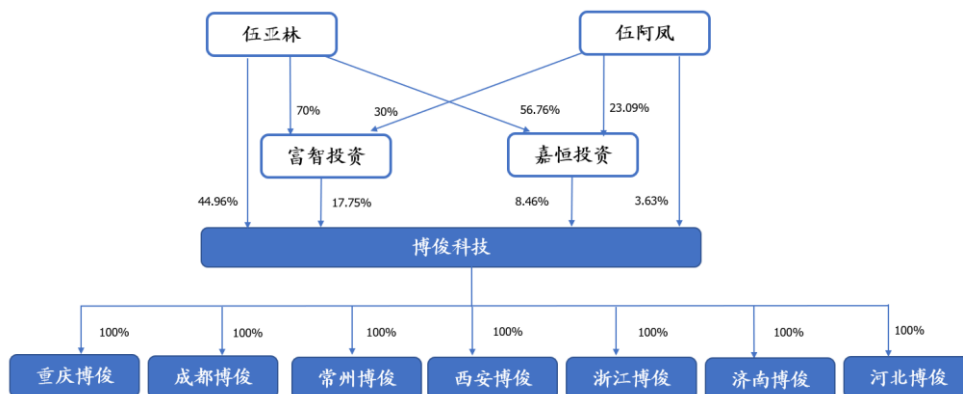
图表 2：公司主要产品



资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

截止 2023H1，公司董事长伍亚林与伍阿凤为夫妻关系，为一致行动人，直接和间接持股约 62.16%、10.91%。公司下设重庆博俊、成都博俊、常州博俊等 7 家控股子公司，全面助力公司全国各地业务发展。

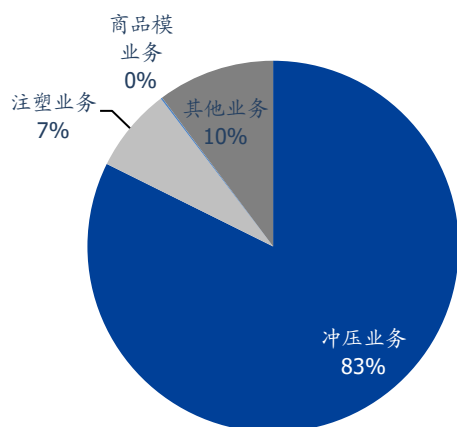
图表 3: 公司股权结构



资料来源: Wind, iFind 金融终端, 博俊科技公告, 国盛证券研究所

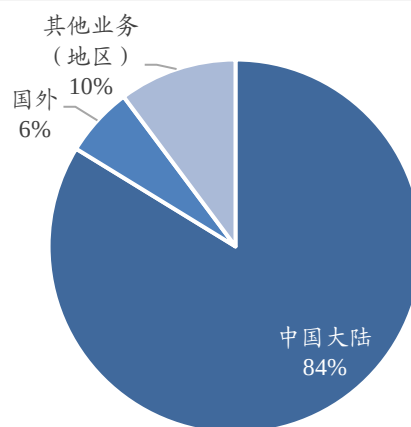
2022 年冲压收入贡献超 80%，主做国内市场。2022 年，冲压业务收入贡献超 80%，公司以国内客户为主，海外业务收入占比不到 10%。

图表 4: 收入分业务结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 收入分区域结构

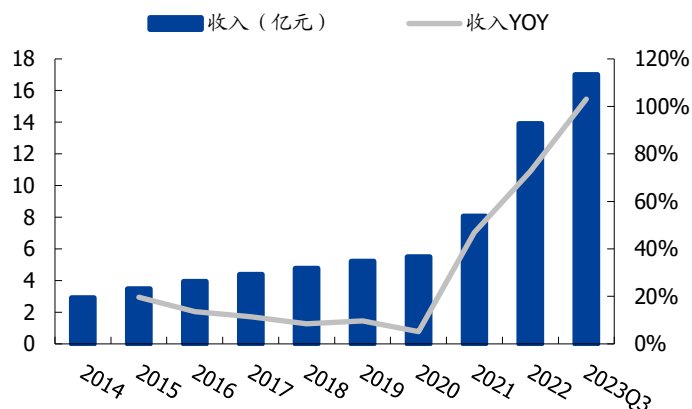


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

产能释放+客户放量，收入增长提速。2014-2020 年，公司收入从 2.9 亿元增长至 5.5 亿元，复合增速 11.2%；净利润从 0.16 亿增长至 0.67 亿元，复合增速 27.0%。

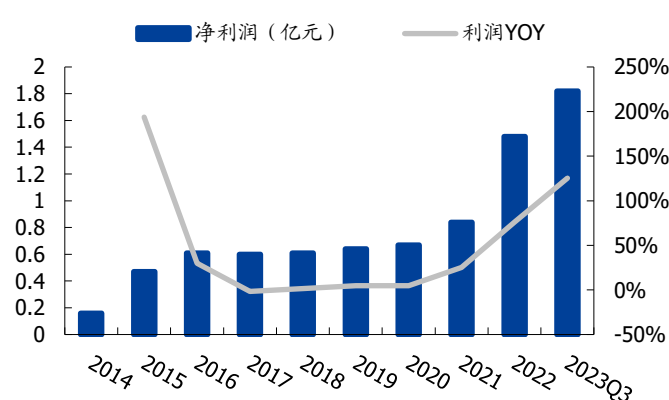
2021-2022 年，受益产能释放以及核心客户高增长，公司规模快速扩张。2022 年，公司实现营业收入 13.91 亿元，同比增长 72.7%，归母净利润 1.48 亿元，同比增长 75.6%。2023 前三季度，公司实现营收 17.01 亿元，同比增长超 100%，净利润 1.82 亿元，同比增长 125%。

图表6: 营收增长提速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

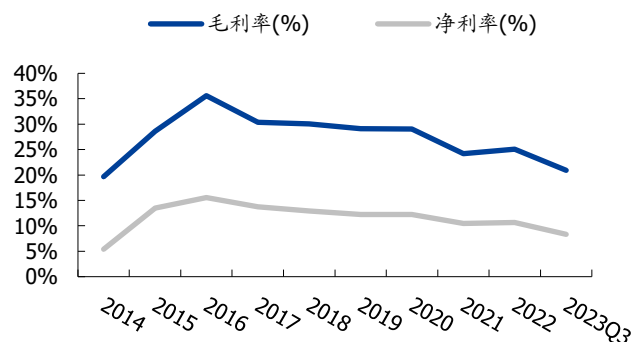
图表7: 历年净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

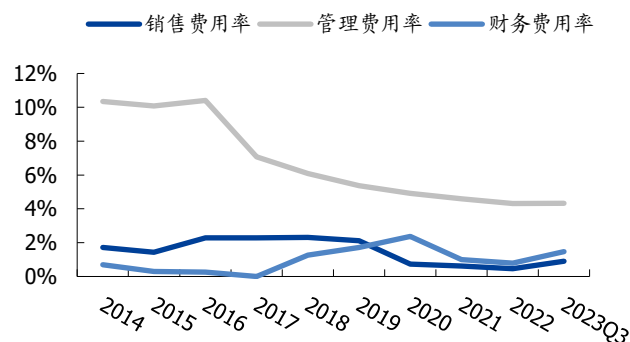
毛利率历经波动, 未来有望稳步向上。2014-2016年, 受到产品结构调整叠加钢材降价影响, 公司毛利率从 19.7%提升至 35.6%。2017-2021年, 由于原材料成本上涨、年降、产品结构等因素影响, 毛利率呈现下行。2022年起, 随着原材料成本改善, 新产能爬坡, 毛利率有所提升。管理上公司紧抓降本增效, 2017年聘请咨询公司, 主要服务包括优化公司绩效考核管理体系等。2018年起, 公司精简管理人员岗位, 严格控制各项费用支出, 管理费用率下降明显。到 2023 年前三季度, 公司毛利率达 24.16%, 净利率 10.68%, 随着新项目的持续量产, 公司盈利能力仍有提升的空间。

图表8: 毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司管理费用率下降明显 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二. 冲焊件单车价值超万元，一体化加速行业变革

2.1 汽车制造工艺多，冲焊件单车价值超万元

汽车制造可用工艺多，整车冲压件单车价值超万元。汽车制造工艺包括冲压、铸造、锻压、挤压等。**冲压**生产效率高、产品强度接近锻压，多用车身结构件、防撞件等部位；**铸造**可一次成型，使用铝合金轻量化效果好；**锻压**产品强度高，多应用于底盘和悬架系统；**挤压**生产产品尺寸精度高，多用于电池包、车身结构件等部位。

图表 10: 汽车制造工艺对比

工艺名称	工序概况	优劣	应用领域及产品
冲压	冷冲压 分离工序、成型工序；在室温下进行加工。	优点： 生产效率高，材料利用率高。 缺点： 模具成本高，不适合小批量生产。	四门两盖
	热冲压 加热、冲压、保压和冷却。	优点： 材料强度高，轻量化效果好 缺点： 生产节拍慢，废品率高，设备投资较高。	车门防撞梁、柱内板、地板中央通道、车身纵梁和横梁、门槛、保险杠等安全防撞件。
铸造	将熔化的金属浇灌入铸型空腔中，冷却凝固。	优点： 铝液流速快，生产效率高。	气缸体、变速器箱体、转向器壳体、各种支架等。
锻压	利用锻压机械对金属坯料施加压力，使其产生塑性变形。	缺点： 铸件容易产生细小的气孔和缩松，影响强度与使用寿命。	底盘&悬架系统、热管理系统阀板等。
挤压	利用锻压机械对金属坯料施加压力，使其产生塑性变形。	优点： 产品强度高于铸造与挤压。	底盘&悬架系统、热管理系统阀板等。

资料来源：AI 汽车网，AMEE 底盘制造工程展览会，国盛证券研究所

目前冲压件应用最为广泛，制造一辆普通轿车大约需要 1500 个冲压件，1000-1500 套冲压模具，包括车身覆盖件、车身结构件、电池盒、座椅系统、底盘系统及其他中小件，传统制造模式下，冲焊件的单车价值量在 1 万元以上。

图表 11: 冲压件应用广泛



资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

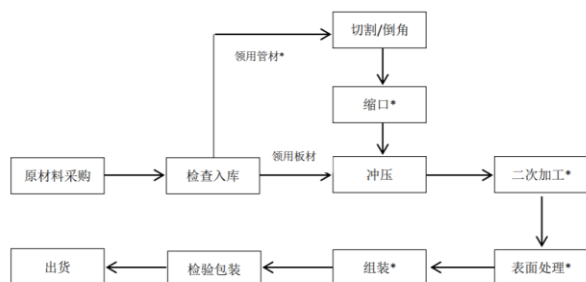
图表 12: 冲压零部件生产工艺流程图



资料来源：多利科技公告，国盛证券研究所

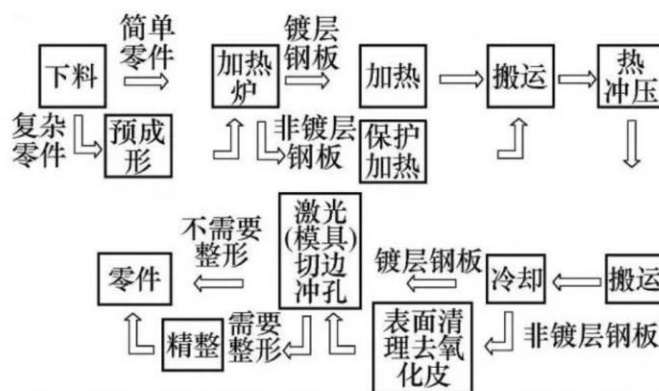
冲压工艺包括成型和焊接两个环节，成型工艺按加工温度可分为冷冲压和热冲压，**冷冲压目前是主流。冷冲压是在常温下**，利用冲压模在压力机上对板料或热料施加压力，使其产生变形或分离从而获得所需形状和尺寸的零件。生产效率高、操作简单、易于机械化和自动化，用普通压力机进行冲压加工，每分钟可达几十件，用高速压力机生产，每分钟可达数百件或千件以上。冷冲压产品尺寸稳定，精准确度高、重量轻、刚度好、高效低耗、操作简单、易于实现自动化。

图表 13: 普通冲压件工艺流程相对较短



资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

图表 14: 热冲压流程长, 工艺复杂



资料来源: AI汽车网, 国盛证券研究所

热冲压增加加热、保压、淬火等流程，工艺较为复杂，但产品强度更高，有助于实现轻量化。热冲压工艺是将初始强度为 500~600MPa 的高强度板加热到 880~950℃，然后送入内部带有冷却系统的模具内冲压成形，并处于保压状态，以 20~300℃/s 的冷却速度快速淬火冷却，零件强度大幅提高，可以生产出强度高达 1500MPa 冲压件，强度提高了 250%以上，回弹力比冷冲压减少 90%以上，且使用超高强度钢热冲压件可使板材的厚度减少 30%。热冲压成型后机械性能高，轻量化效果好，但工艺较为复杂，生产节拍慢。

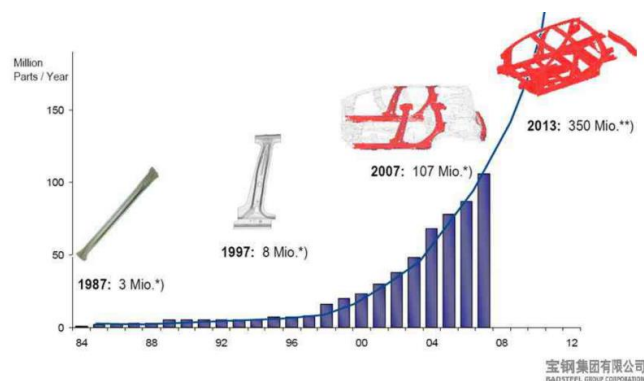
图表 15: 冷/热冲压工序对比

工艺名称	工序	冲压材料	主要设备	优缺点	应用领域
冷冲压	分离工序、成型工序；在室温下进行加工。	钢、不可热处理强化型铝合金。	开式机械压力机、曲柄压力机、双动拉深压力机、摩擦压力机、液压机等。	优点： 生产效率高，材料利用率高。 缺点： 模具成本高，不适合小批量生产。	四门两盖
	加热、冲压、保温和冷却。	高强度钢、可热处理强化型铝合金。	加热炉、热成形压机、热冲压模具等。	优点： 材料强度高，轻量化效果好。 缺点： 生产节拍慢，废品率高，设备投资较高。	防撞梁、柱内板、地板中央通道、车身纵梁和横梁、门槛、保险杠等。

资料来源: AI汽车网, 国盛证券研究所

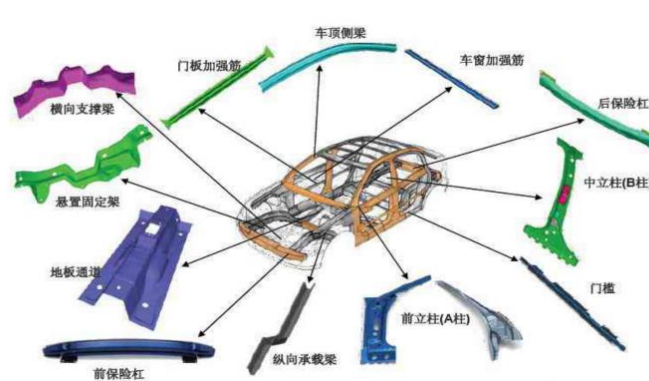
顺应轻量化需求，热冲压应用在增加。随着行业对汽车结构件的强度、轻量化提出更高的要求，热冲压的应用领域也在逐渐增加。热冲压技术主要应用于强度要求高的车身结构件的生产，如车门防撞梁、柱内板、地板中央通道、车身纵梁和横梁、门槛、保险杠等安全防撞件，能有效提高整车的安全碰撞试验等级。

图表 16: 热冲压已可应用至各个防撞部位



资料来源: 宝钢集团, 国盛证券研究所

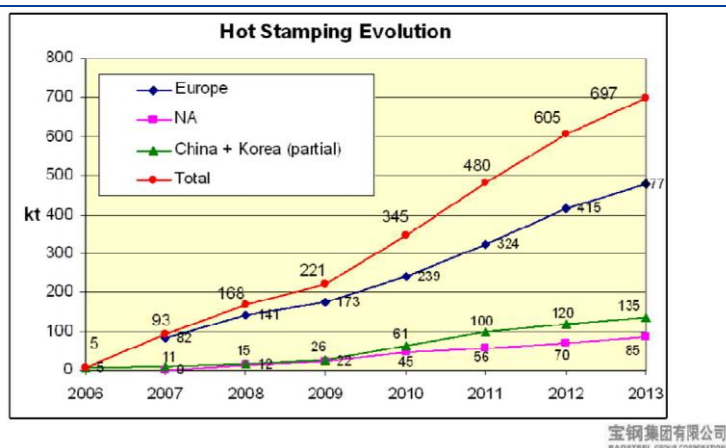
图表 17: 热冲压主要应用



资料来源: 宝钢集团, 国盛证券研究所

目前热冲压技术已在欧美得到广泛应用, 本特勒、海斯坦普、卡斯马等公司是热冲压零件主要供应商。**国内方面**, 与欧美相比起步较晚, 随着国家在汽车正碰、侧碰、排放方面的法规相继推出, 热冲压技术开始快速发展, 宝钢集团、凌云工业、赛科利、等内资公司率先布局了热冲压产线。

图表 18: 热冲压在欧美应用广泛, 国内起步较晚



资料来源: 宝钢集团, 国盛证券研究所

焊接工序涉及多种材料衔接, 工艺类型多, 是冲焊件的难点。成型材料的厚度断面不一, 薄板和厚板、薄板和薄板、底板和横梁、水冷板跟横梁之间都有较大的厚度差异, 焊接工艺难度及要求较高。焊接能力也是行业主要壁垒之一, 要求冲焊件供应商焊接工艺齐全, 包括钢铝焊接、钢材焊接、铝材焊接等, 尤其电池, 密封要求高, 需要激光焊、搅拌摩擦焊等技术储备。

图表 19: 焊接工艺对比

焊接工艺	适用材料	优缺点	应用
电阻点焊	钢材、钢铝混接	优点: 高效率、低成本、高稳定性和灵活性、操作简便、易于实现自动化; 缺点: 易产生较厚 IMC、电极寿命较短、成本较高。	用于车身底板、侧围、车架等部位。
冷金属过渡焊 (CMT)	铝材、钢材	优点: 热输入量低、焊接稳定、引弧可靠且过程中无飞溅、间隙容忍性好、对工件不敏感。 缺点: 焊接过程中烟尘大、表面不美观、易产生气孔。	
搅拌摩擦焊 (FSW)	铝材	优点: 适应性强、不需要预处理、节能环保、力学性能好; 缺点: 板件需要刚性固定、搅拌头需要定期更换等。	用于汽车轮毂、底盘焊接、发动机支架安装等。
激光焊	铝材、钢铝混接	优点: 可控性高、连接形式灵活、可进行非接触加工、加工速度快、能加工复杂零件; 缺点: 价格昂贵、接头处易产生气孔、裂纹。	车顶激光焊、后盖激光焊、保险杠的拼板焊。
热熔自攻螺钉 (FDS)	铝材、钢铝混接	优点: 精度更强、可用于异种材料连接。 缺点: 设备成本高、连接时需高强度刚性支撑、操作时间长。	
自冲铆接 (SPR)	铝材、钢铝混接	优点: 对板材种类适应性强、接头机械强度高、模具寿命长、操作简单。 缺点: 成本较高、无法进行低塑性和低延展性板材链接。	用于底盘件、覆盖件、座椅以及内饰件之间的链接。

资料来源: AI 汽车网, 材料导报, 国盛证券研究所

2.2 冲焊件品类多、资产较重, 行业格局分散

冲焊件品类多、资产重, 行业格局相对分散。本特勒、麦格纳、海斯坦普及利优比等外资巨头全面储备锻造、冲压、挤出、压铸等工艺, 产品覆盖车身结构件、底盘、电池盒、座椅系统等, 深度合作福特、大众、宝马、通用等龙头车企, 工厂全球布局, 业务体量大, 收入规模在百亿元级别, 市场份额领先。国内企业里, 上海汇众属华域控股, 深度合作上汽系, 收入规模不小。多利科技等国内自主企业, 受益新能源行业增长红利, 陆续拿到不少新订单, 规模逐渐扩张。

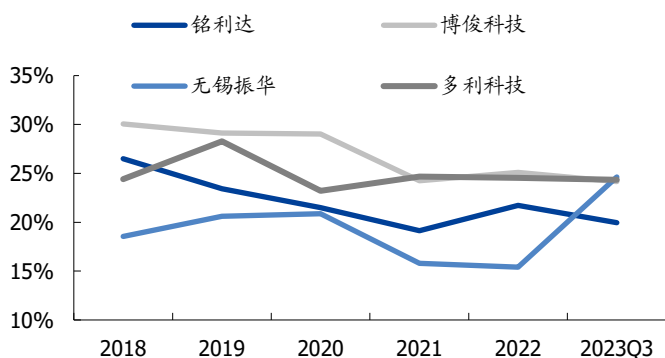
图表 20: 行业主要参与者业务概况及经营指标 (2021 年)

公司	相关业务概况	汽车业务收入 (亿元)	汽车业务毛利率
本特勒	总部奥地利, 业务覆盖汽车底盘、车身结构件, 拥有热锻、冷锻、金属接合和组装加工等多种工艺, 合作福特、丰田、大众、宝马、通用等。	62.3 亿欧元	/
麦格纳	总部北美, 业务覆盖车身底盘及外饰件系统, 工艺包括冲压、锻造、压铸, 配套宝马、戴姆勒、通用、福特、大众等。	362.4 亿美元	14.2%
海斯坦普	总部西班牙, 业务包括白车身、底盘零部件, 配套奥迪、宝马、福特、戴姆勒、通用等。	80.9 亿欧元	/
利优比	总部日本, 业务包括后底板、副车架、减震塔等, 合作日系。	109.8	9.33%
上海汇众	华域控股, 产品包括副车架、前悬挂总成、前轮制动角总成、后桥总成、底盘系统等, 配套上汽大众、上汽通用、特斯拉、小鹏等。	152.92	/
多利科技	前纵梁、后纵梁、水箱板总成、集气箱下板总成、天窗加强板总成等, 配套上汽大众、上汽乘用车、特斯拉、理想等。	27.72	24.65%
博俊科技	转向管柱、排气管件等, 配套理想、吉利、耐世特等。	7.33	18.09%
无锡振华	白车身结构件, 配套上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等。	14.75	10.32%
华达科技	白车身结构件、电池托盘, 配套本田、大众、丰田、日产等。	36.61	14.70%
祥鑫科技	车身结构件、电池箱等, 配套广汽、蔚来、比亚迪、小鹏汽车、宁德时代等。	16.08	16.44%

资料来源: 各公司公告, Marklines, Wind, 国盛证券研究所

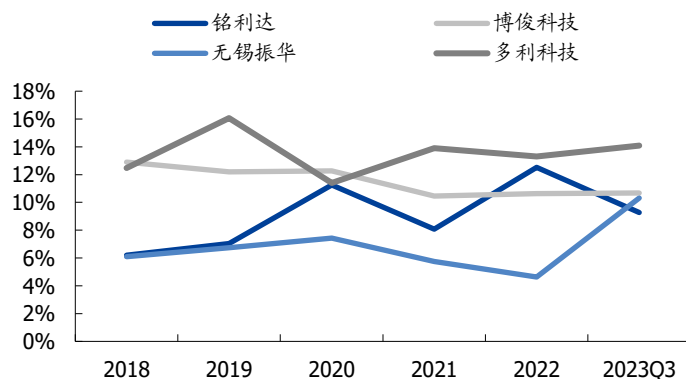
海外巨头公司起步较早, 冷/热冲压、铸造、锻造、挤压等多种技术布局完善。经过几十年的发展, 海外巨头与各头部车企深度合作, 积累了丰富的设计及生产经验, 产品成熟、工艺稳定、生产效率高。海外巨头在国内积极布局生产线, 并与内资零部件公司或主机厂建立合资公司, 主要客户为合资车企, 在国内市场份额较高。国内各公司业务及产品结构、工艺储备进度及客户结构均有不同, 盈利能力差异较大。无锡振华、华达科技、上汽汇众等客户以合资为主, 多利科技、博俊科技、祥鑫科技等自主及新势力客户占比较高。对于冲压公司来说, 原材料中钢、铝占总成本比例较高, 价格上涨对公司盈利影响较大。2019-2021 年, 大宗价格上涨较多, 行业公司盈利受到较大的影响; 2021Q2 起, 随着原材料价格下行, 行业公司盈利能力逐渐向好。

图表 21: 冲压行业标的毛利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

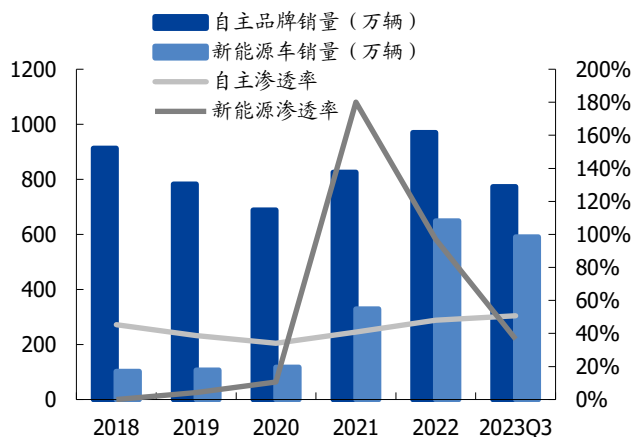
图表 22: 冲压行业标的净利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

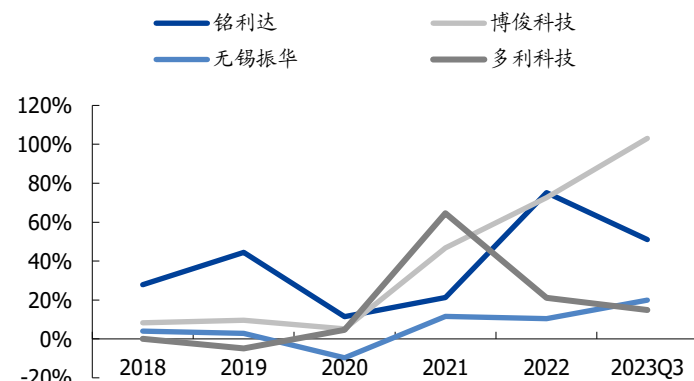
新能源车渗透率快速提升，带来增量配套需求。2018-2022年，新能源销量由101.9万辆增长至648.1万辆，复合增速58.8%。随着特斯拉及新势力切入新能源市场，车型迭代显著加快，比亚迪、吉利、长城、长安等自主车企车型周期也在加快，各主机厂对项目反馈速度及成本控制需求较高。内资冲压件供应商经过多年积累，已进入合资车企供应体系，能力获得合资车企背书，同时体系相对精简，响应速度较快，自主客户拓展顺利，受益新能源行业增长红利，陆续拿到不少新订单，规模逐渐扩张，产能利用率处于较高水平。各家供应商陆续发布融资方案，在各地新建产线及布局冲压设备以满足高速增长订单需求。

图表 23：自主及新能源车销量份额提升明显（万辆，%）



资料来源：乘联会，Wind，国盛证券研究所

图表 24：2020 年起内资供应商营收高速增长



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 25：2022 至今，相关企业融资计划

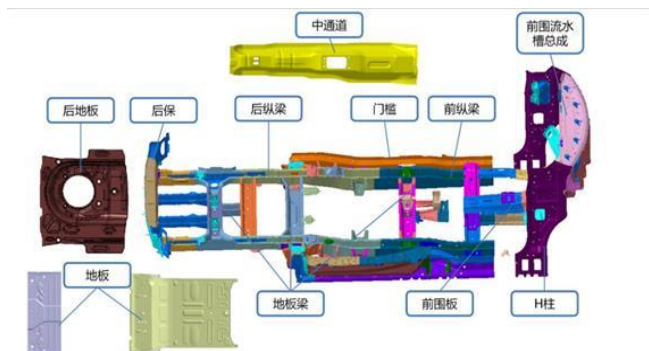
公司	融资情况	融资投入方向
铭利达	2022 IPO 融 11.4 亿元，拟可转债融 9.8 亿	各地产能扩张。
祥鑫科技	2022 拟定增融 17.7 亿元	在东莞、广州、常熟、宜宾等地扩张储能、光伏逆变器、动力电池箱体、车身结构件相关产能。
多利科技	2022 IPO 21.9 亿元	汽车冲压件产能扩张、冲压生产线技改。
博俊科技	2023 年发转债 5 亿元	零部件及模具产能扩张。

资料来源：Wind，各公司公告，国盛证券研究所

2.3 集成化大势所趋，一体化加速行业变革

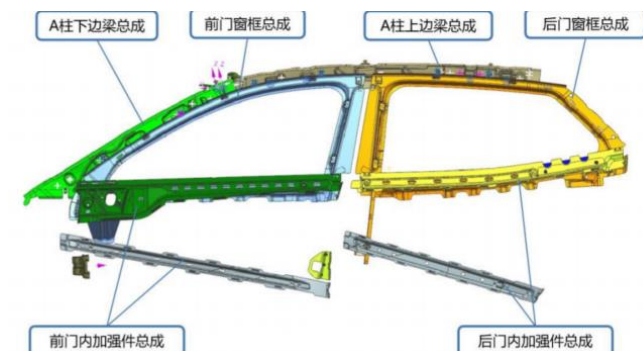
车身零部件向集成化发展是大趋势，订单集中度有望持续提高。上下车身的不同路径取决于各个部位对强度和材料的要求不同。上车身冲焊件以集成化为主，发包逐渐向总成发展，行业格局有集中趋势。A 柱边梁总成、门窗框总成等安全防撞件对强度要求高，随着国家在汽车正碰、侧碰、排放方面的法规相继推出，一般使用高强度钢/铝及冲压工艺。冲压总成件由零部件焊接而成，焊接工序涉及多种材料衔接，工艺类型多、生产流程长，是冲焊件的难点。传统车企积累了多年造车经验，生产工艺储备齐全。新势力车企造车经验较少，部分选择代工模式，在零部件采购上对总成的需求更多，快速实现车辆生产及交付。随着新能源行业发展，车型周期缩短以及车型迭代加快，冲压件总成需求提升。

图表 26: 下车身冲焊件



资料来源: 多利科技公告, 国盛证券研究所

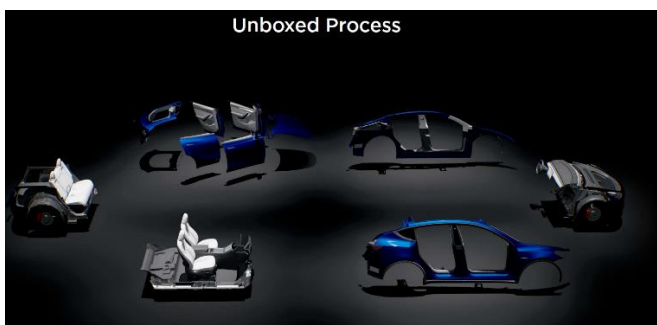
图表 27: 上车身冲焊件 (集成化为主)



资料来源: 多利科技公告, 国盛证券研究所

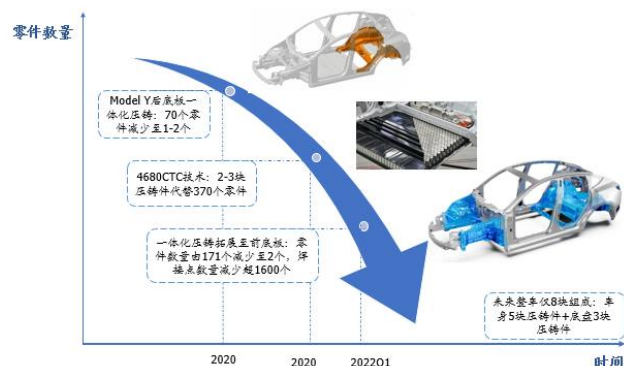
下车身冲焊件有望推进一体化压铸。下车身零部件多, 对强度要求相对较低, 一体化压铸能减少大量焊接工序、减少焊接点、实现车身轻量化, 增加续航里程。传统生产模式下, 车身零件多、生产流程长, 生产效率较低。2020 年, 特斯拉在 Model Y 后底板上采用一体化压铸技术, 将 70 个零件合成 1-2 个铸造零件, 并计划应用 CTC 结构化电池方案, 2-3 个大型压铸件替换由 370 个零件组成的整个下车体总成, 进一步减重 10%, 增加 14% 续航里程, 同时省去后续的焊接流程, 提升生产效率。到 2022Q1, 特斯拉将一体化压铸拓展至前底板, 前后底板合计将 171 个零件减少至 2 个, 焊接点减少超 1600 个。根据特斯拉早前申请的压铸机专利显示, 未来车身将由 5 块压铸件组成、底盘由 3 块压铸件组成, 一辆车仅 8 块构件。

图表 28: 特斯拉模块化生产流程构想



资料来源: 特斯拉投资者日, 国盛证券研究所

图表 29: 特斯拉推动模块化生产



资料来源: 特斯拉投资者日, 搜狐汽车, 国盛证券研究所

各车企积极跟进, 陆续进入量产期。特斯拉通过一体式压铸, 革新整车前后防碰撞结构设计, 对整个车身的结构设计进一步集成和简化, 未来竞争优势明显。目前除了特斯拉之外, 各头部新能源车企陆续加入推进白车身的一体化压铸, 行业趋势明确。

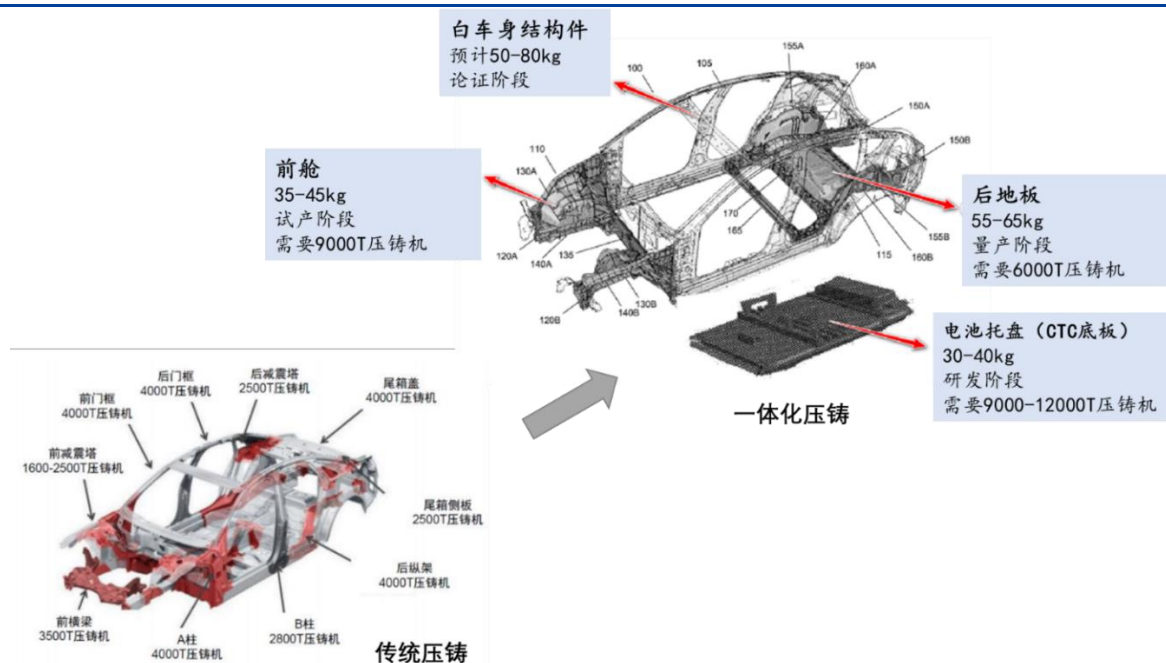
图表 30: 头部车企积极推动一体化压铸更新

车企	进度	自研/供应商
特斯拉	后底板, model Y 已于 2020 年已量产, 前仓预计在奥斯汀 model Y 量产。	自研
蔚来	ET5 一体化压铸后地板, 新车身重量减小 30%, 增加 7 升的后备箱空间。	文灿股份
小鹏	将在 2023 年推出两个全新车型平台及其首款车型, 分别是 C 级车平台和 B 级车平台, 新平台会使用超大型一体化压铸车身。	广东鸿图
长安	发布车身一体化压铸能力建设项目环评招标, 形成一体式前舱、后地板年产 28 万套的生产能力。	自研
上汽	纯电专属系统化平台“星云”, 一体化压铸技术已经进入立项阶段。	未披露
长城	采购 8000T 压铸岛, 部署集成式车身结构件的研发和生产。	自研/力劲、宁波赛维达、隆达铝业
一汽	与伊之密签订协议, 联合研发 9000 吨大型压铸机。	自研/伊之密
高合	使用 7200 吨压铸机压铸的车身后舱已量产下线。	拓普集团
吉利	极氪 009 量产一体化后车身。	力劲、慧金新材料
沃尔沃	将投资 100 亿瑞典克朗升级 Torslanda, 引入大型铝制部件的一体化铸造工艺。	布勒

资料来源: 各公司公告, 特斯拉官网, Marklines, Wind, 压铸周刊, 智车派, 同花顺财经, 上观, 电动汽车观察家, 铝加工, 力劲集团公众号, 搜狐汽车, 布勒中国, 国盛证券研究所

目前: **后地板**: 各车企均已在旗舰车型中量产/试制完成, 2023 年起行业迎来量产期。
前舱: 小鹏“扶摇”架构采用国内目前唯一量产的前后一体式铝压铸车身, 大部分车企仍在试产阶段。**托盘**: 仍在研发过程中, 其中混动托盘体积较小, 预计量产进度快于纯电托盘。

图表 31: 一体化压铸行业梳理



资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

中短期维度，预计仍将多种技术路线并存：一体化压铸目前受制于大吨位压铸机供应、免热材料的研发等因素，产业的良品率、生产销量的提升仍需要时间。因此在中短期维度下，我们预计仍将多种技术路线并存，包括冷冲压成型、热冲压成型、压铸成型、锻造成型等。

轻量化带动汽车用铝提升，热冲压应用增多。随着新能源车市场快速发展，行业对汽车轻量化的需求越来越高，汽车铝材用量及渗透率随之提升，整体铝渗透率由 36% 提升至 62%。车身结构件方面，到 2025 年，铝材用量有望从 2018 年的 9.9kg 提升至 92.5kg，铝材渗透率由 8% 提升至 55%。

顺应轻量化趋势，未来前中后地板部分转向一体化压铸的背景下，预计 2025 年行业空间 2163 亿元，CAGR-3%；其中热冲压件空间 567 亿元，CAGR+8%。

图表 32: 汽车钢材/铝材用量测算 (kg)

项目	2018			2025E		
	钢材用量	铝材用量	铝渗透率	钢材用量	铝材用量	铝渗透率
底盘和悬架	87.8	11.6	26%	105.1	39.5	50%
轮毂和刹车系统	33.7	24.6	66%	5.0	44.7	96%
电池系统	-	42.2	100%	-	53.3	100%
传动系统	13.4	9.8	66%	3.5	17.4	93%
热交换系统	3.3	11.1	90%	1.7	14.9	96%
车身结构	302.9	9.9	8%	201.4	92.5	55%
车身开闭件	156.1	8.0	12%	159.4	23.3	28%
碰撞管理系统	9.5	6.9	66%	10.2	9.4	71%
其他部件	0.9	4.4	93%	0.5	5.8	97%
合计	607.6	128.5	36%	486.7	300.8	62%

资料来源: Wind, Mysteel, 热冲压, 车德钢, 多利科技公告, 冲压帮, Assessment of Aluminium Usage in China's Automobile Industry 2016~2030, 国盛证券研究所

图表 33: 冲焊结构件行业空间测算

项目	单位	2018	2025E	CAGR
乘用车销量	万辆	2367	2500	1%
钢材用量	kg	556	416	-4%
其中: 冷冲压	kg	495	319	-6%
热冲压	kg	61	97	7%
加工费	元/kg	20.4	20.8	-
其中: 冷冲压	元/kg	20.0	20.0	-
热冲压	元/kg	23.4	23.4	-
行业空间	亿元	2683	2163	-3%
其中: 冷冲压	亿元	2344	1595	-5%
热冲压	亿元	339	567	8%

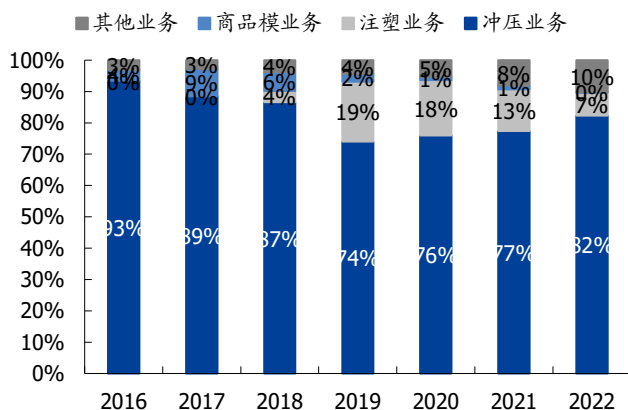
资料来源: Wind, Mysteel, 热冲压, 车德钢, 多利科技公告, 冲压帮, Assessment of Aluminium Usage in China's Automobile Industry 2016~2030, 国盛证券研究所

三. 冲压业务量价齐升，一体化压铸进展顺利

3.1 积极布局白车身业务，ASP 持续提升

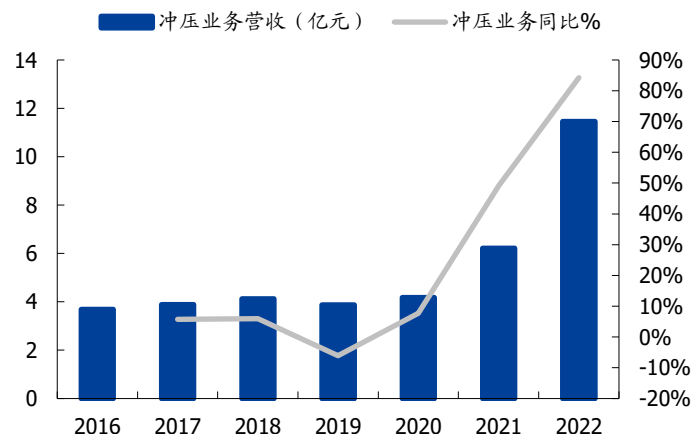
公司业务包括冲压、注塑及商品模，其中冲压是公司主业，2016-2022 年，公司冲压业务收入从 3.68 亿元增长至 11.46，复合增速 20.84%。2020-2022 年，受益电动化和新客户放量，收入增长强势提速。

图表 34: 2022 年冲压零部件贡献公司 82% 的营收 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 2022 年冲压零部件营收高增 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司冲压零部件主要包括框架、传动等品类，涉及多种工艺，使用场景较多，业务同时覆盖面向 Tier 1 的精密零部件产品和面向整车厂的车身模块化零部件产品，并具备相应的模具制造能力。

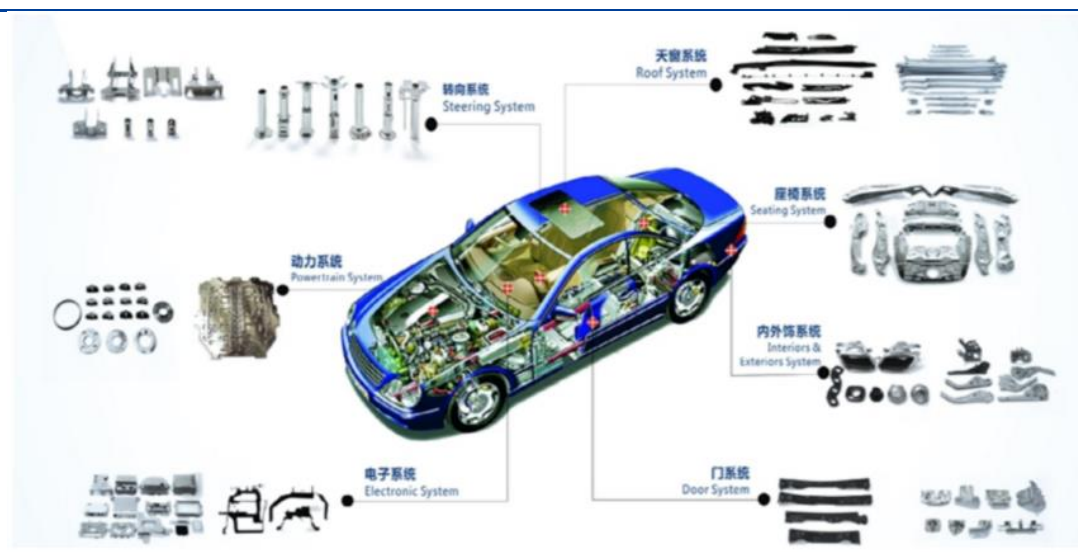
图表 36: 冲压零部件主要产品涉及多种工艺

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	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	手制部件、排档部件、脚踏部件、饰件	主要为手制等部件，通过钢丝校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: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

公司零部件产品可应用至天窗系统、座椅系统、内外饰系统、门系统、电子系统、动力系统、转向系统灯，其中转向调节支架、转向主柱护管、汽车电子系统、门锁基板、天窗机械组等产品在国内的市场份额较高。

图表 37: 公司主要零部件产品



资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

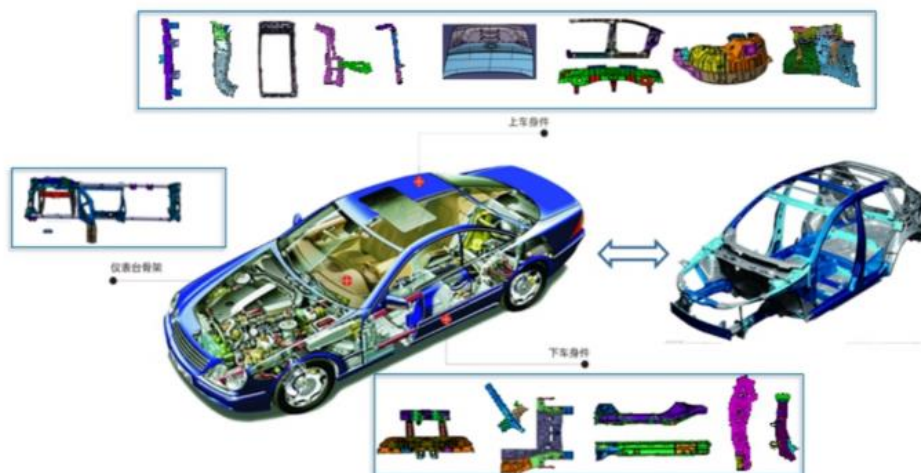
图表 38: 公司部分产品市场占有率

产品市场分额	2020	2021	2022
转向调节支架	15.29%	16.65%	17.60%
转向管柱护管	8.85%	11.20%	14.79%
汽车电子系统	3.37%	5.09%	6.67%
门锁基板	13.21%	14.41%	18.75%
天窗机械组	10.58%	9.42%	8.23%

资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

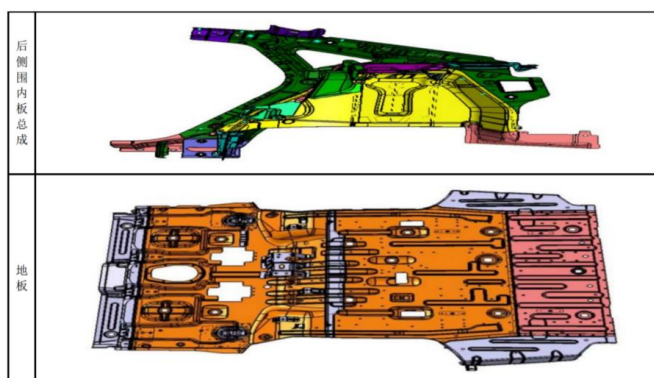
车身模块化业务进展顺利，逐步切入 **tier 1** 领域。2019 年下半年起，子公司重庆博俊顺利投产，重庆博俊主要生产汽车零部件总成件，目前已相继成功开发了侧围，后侧围内板，地板，前纵梁总成及防撞梁，仪表台骨架等模块化产品，公司逐步切入汽车零部件一级供应商领域。

图表 39: 公司的白车身产品



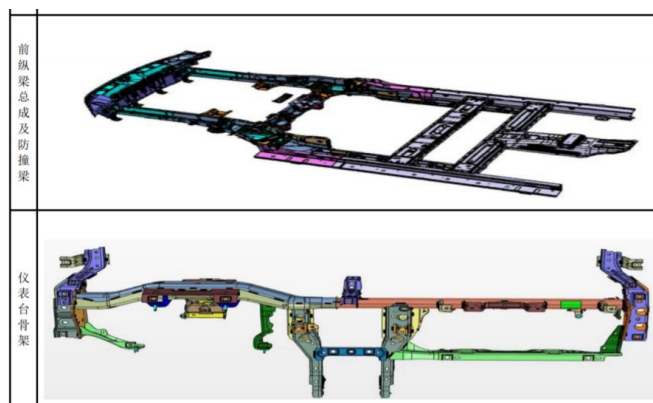
资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

图表 40: 后侧围内板总成及地板示意图



资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

图表 41: 前纵梁总成及防撞梁示意图



资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

总成项目不断拓展, 市占率逐渐提升。目前已向整车厂供货和已获得订单的车型包括比亚迪宋、宋 Plus、海豹、海狮等; 吉利 SE1A、FE-5DB、PA2A、SD3A、吉利星越 L、XE08、CMA2.0、极氪等; 长安 C673、C318、E12; 赛力斯问界 M5、M7、M9; 理想汽车 L9、L8、L7、W01; 长城等。

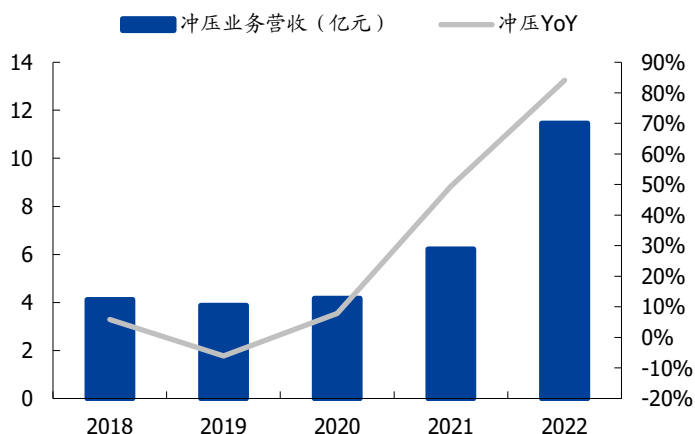
图表 42: 公司面向整车厂商的车身模块化典型产品市场占有率

项目	典型零部件	2020	2021	2022
模块化产品销量	纵梁后段总成	0.54	1.76	11.7
	前围板		4.58	13.12
	车窗门框总成		18.52	54.33
	侧围 B 柱加强板总成			11.52
	侧围 A 柱下加强板总成			11.54
市场占有率	纵梁后段总成	0.01%	0.04%	0.25%
	前围板		0.21%	0.55%
	车窗门框总成		0.22%	0.57%
	侧围 B 柱加强板总成			0.24%
	侧围 A 柱下加强板总成			0.24%

资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

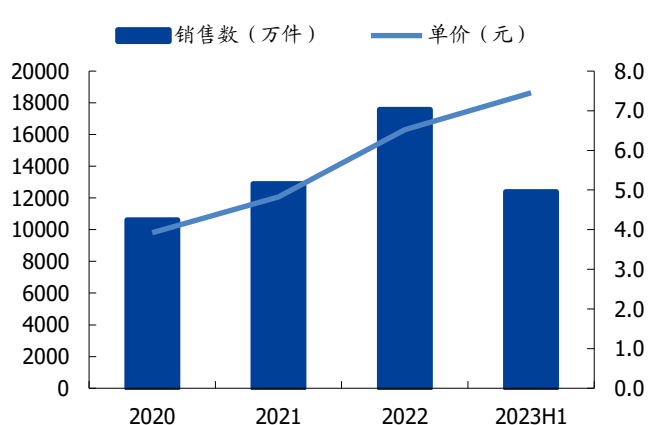
模块化产品放量, ASP 逐年提高。2020 年以来, 公司由 Tier2 供应商逐步向 Tier1 供应商角色拓展。白车身总成件需要结合冲压、热成型、焊接、激光焊接、注塑、装配等工艺, 单车价值量较高, 随着车身模块化产品订单的不断增加, 公司冲压业务的 ASP 逐年上升, 规模实现快速扩张。

图表 43: 2022 年冲压零部件营收高增 (亿元, %)



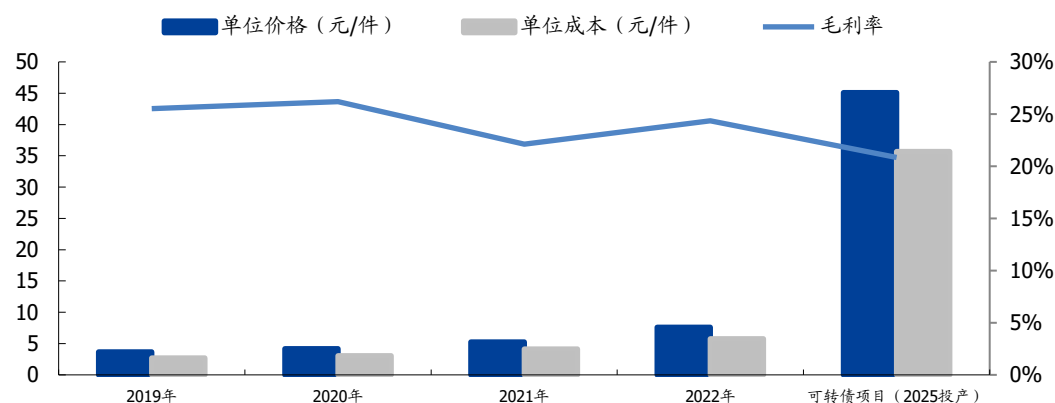
资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

图表 44: 冲压零部件量价齐升 (万件, 元/件)



资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

图表 45: 可转债项目单价提升显著



资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

注塑组件主要是将冲压件预先放入注塑模具, 一次性嵌件注塑固化成型。公司从 2017 年开始生产销售注塑产品, 主要包括汽车天窗、门窗等系统的注塑组件, 由于产品受客户认可, 公司深度合作伟巴斯特集团、科德集团、江苏铁锚集团等国内外汽车天窗、车窗机械组专业制造领域头部供应商, 到 2019 年, 注塑业务收入贡献达 19.97%。

图表 46: 注塑组件产品图



资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

公司可自制模具并能实现对外销售。模具的品质直接决定了生产加工出来零部件的精度、稳定性和耐用性。公司拥有一批专业的模具开发和设计人才, 具备较强的模具自主开发能力。此外, 公司配备了先进的模具加工及检测设备。公司设计的精密模具在精度、表面粗糙度、制造周期、使用寿命等方面具有一定的竞争优势。部分客户出于自身生产需求, 向公司定制并采购模具。公司商品模具的客户除汽车零部件厂商外, 还有大金空调、TCL、三星等家电厂商和三星、宫后等电子机械部件制造商。

自制模具具有一定的成本优势,生产成本比采购价格低约 10 万元。目前公司模具业务产能利用率相对较高, 公司在重庆、成都、河北、常州均有布局模具生产基地, 募投项目陆续投产, 产能紧张情况有望得到缓解, 模具自制率提升也有利于公司提升盈利能力。

图表 47: 公司自制模具与外采模具的成本差异

	自制模具	外协采购模具	自制模具	外协采购模具
零部件名称	左后侧围连接板	顶盖后横梁连接板加强板	左/右侧围 D 柱外板	侧围上边梁加强板（右）
模具制造工序	拉延、剪边、冲孔、翻边、整形、侧剪边、侧冲孔		拉延、剪边、冲孔、侧剪边、翻边、整形、侧冲孔	
模具类型	铸造模	铸造模	铸造模	铸造模
供应商	博俊科技	重庆洪亚模具有限公司	博俊科技	重庆通达模具有限公司
模具成本/采购价格	52.80 万元	63.66 万元	83.20 万元	93.31 万元

资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

3.2 工艺布局逐渐完善，深度合作优质车企

公司自 2018 年开始布局轻量化领域，深耕冲压领域，掌握冷、热成型工艺。在高压铸铝和一体化压铸领域，公司跟力劲集团合作，计划采购 5 台套 3500T-9000T 压铸单元。公司成熟运用数控切割、冲压、激光焊接、嵌件注塑、组装等多道关键工序的工艺技术，拓展车身模块化业务，可满足客户对产品多方面的要求。随着工艺、产品、产能布局的不断完善，公司实现了客户从 Tier 1 向整车厂、产品从零部件到模块化、典型产品尺寸从小到大的全面切换。

图表 48: 募投完善工艺、产品、产能布局

	上市前	IPO		可转债	
项目		汽车零部件、模具生产线建设项目。	汽车零部件及模具生产基地项目。	常州博俊 5000 万套汽车零部件、1000 套模具项目。	汽车零部件产品扩建项目。
技术	冲压、焊接	轻量化、热成型、抛丸、冲压、焊接、激光切割。	超大型一体化高压压铸、高真空系统、防形喷涂、温控场控制管理、热成像管理。	轻量化、热成型、抛丸、冲压、焊接、激光切割。	轻量化、热成型、抛丸、冲压、焊接、激光切割。
典型产品尺寸（mm）	200*100*50	1600*600*300	400*400*300	1600*600*300	1600*600*300
主要应用部位	转向系统、天窗系统、动力系统、座椅系统、电子系统、内外饰系统、门系统。	白车身	白车身、电驱、电池包。	白车身	白车身
实施主体	江苏博俊	重庆博俊	成都博俊	常州博俊	常州博俊
目标客户	Tier 1	整车厂：比亚迪、吉利、赛力斯、长安汽车、长安福特、潍柴汽车。	整车厂：理想、合创、吉利、长安福特、赛力斯。	整车厂：理想、比亚迪、吉利、福特。	整车厂：理想、合创、比亚迪、吉利、福特、极氪。

资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

从 Tier 2 到 Tier 1，深度合作理想等潜力车企。公司早期为汽车零部件二级供应商，主要客户包括蒂森克虏伯、麦格纳、福益、耐世特、凯毅德、德尔福、伟巴斯特、科德等，对应终端主机厂主要为大众、奥迪、通用、长城、吉利、上汽等。2019 年起，公司陆续和长安、吉利、赛力斯、理想达成直接合作，并供应车身模块化产品。到 2022 年，吉利、理想、赛力斯已成公司前三大客户，收入贡献分别为 17.3%、14.7%及 5.7%。

图表 49: Tier 1 及对应终端客户

客户	合作开始年份	终端车企
蒂森克虏伯集团	2012 年	大众、奥迪、通用、沃尔沃、日产、宾利、特斯拉、克莱斯勒、吉利。
伟巴斯特集团	2017 年	长城、吉利、通用、大众、奥迪、日产、本田。
麦格纳集团	2008 年	通用、长城、现代、特斯拉、本田、奔驰、吉利、福特、捷豹路虎。
福益精密模塑（上海）有限公司	2008 年	长城、吉利、通用、大众、奥迪、日产、广汽本田、广汽丰田。
凯毅德集团	2008 年	大众、福特、吉利、比亚迪、通用。
伟世通集团	2008 年	通用、通用五菱、吉利、日产、奔驰、捷豹路虎、沃尔沃、福特、大众。
德尔福/安波福集团	2010 年	大众、福特、通用、长城。
耐世特集团	2010 年	通用五菱、通用、长安、奇瑞、长城。
伊顿集团	2010 年	现代、奇瑞、大众、通用。
博世华域集团	2013 年	上汽、长城、吉利。
科德集团（原恩坦华集团）	2007 年	奥迪、大众、上汽、通用、神龙、吉利、比亚迪。
上海捷新动力电池系统有限	2011 年	上汽、通用。
伟速达集团	2008 年	福特、大众、通用。

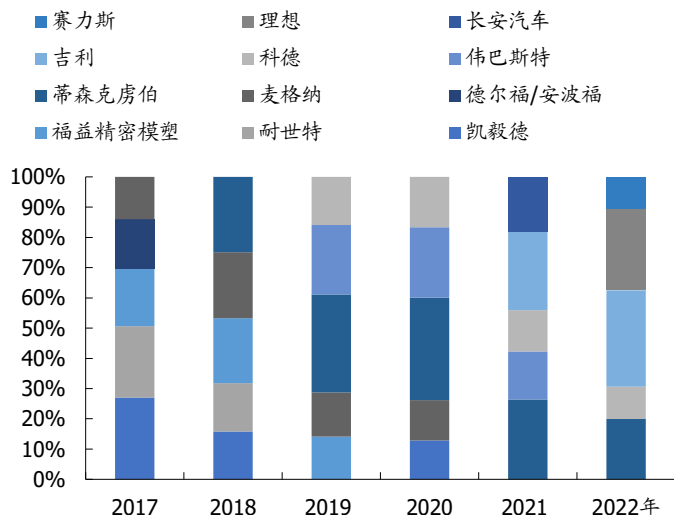
资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

图表 50: 公司与整车厂开始合作年份

客户	合作开始年份	采购内容
理想集团	2021 年	车身模块化产品
赛力斯汽车	2019 年	车身模块化产品
吉利集团	2019 年	车身模块化产品
长安汽车集团	2019 年	车身模块化产品

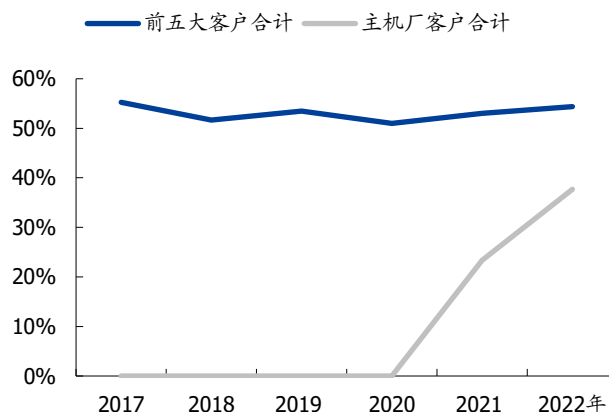
资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

图表 51: 主机厂客户占比逐渐增加



资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

图表 52: 主机厂客户销量占比快速提升



资料来源: 博俊科技公告, 国盛证券研究所

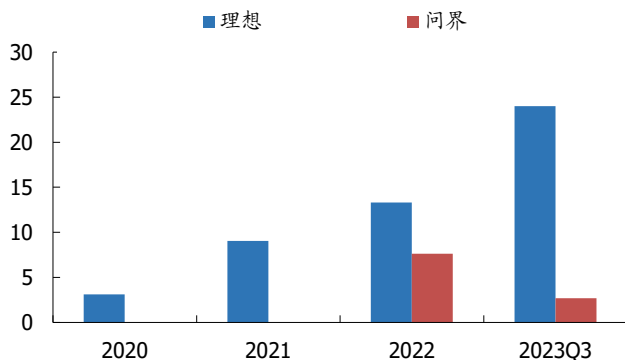
老牌自主保持高增, 理想、华为强势发展。近年来, 自主、新势力等持续发布多款新车, 产品优秀、竞争力强, 发展势头强劲。2023 年前三季度, 自主品牌市占率已超 50%。老牌自主长安、吉利积极向电动化转型, 长安旗下深蓝、启源、阿维塔陆续发布新车, 上市以来表现亮眼。吉利旗下极氪已经推出 4 款车型, 明后年预计还有新车上市, 仍处在强车型周期。新势力方面, 理想 L 系列销量持续超预期, 截止到 11 月, 2023 年累计销量已经超过 30 万辆, 未来几年还有多款车规划中。华为与多家车企合作, 打造“鸿蒙智行联盟”, 目前上市的问界 M7、智界 S7 订单持续火爆。公司和长安、吉利、理想、华为等均有长期深度合作, 未来将充分受益客户的新车发布及销售放量。

图表 53: 老牌车企加速电动化转型

车企	车型
长安	深蓝 SL03、S7、启源 A07、阿维塔 11、阿维塔 12
理想	L7/8/9, Mega
华为	问界 M5/7/9, 智界 S7
吉利	极氪 001/x/007/009、银河 L7/L6/E8

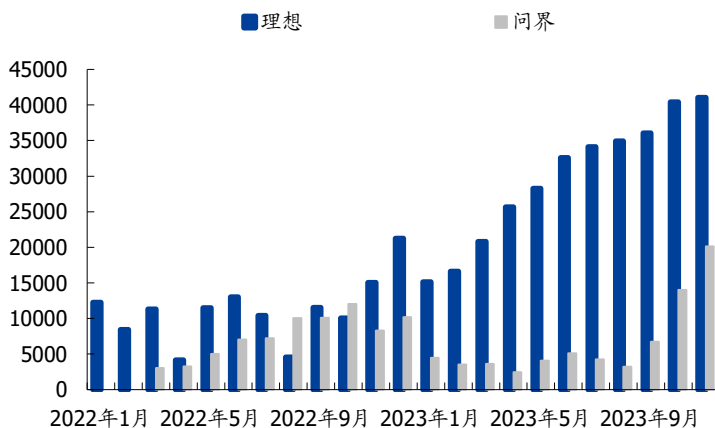
资料来源: 各公司官网, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 理想 2021 年起销量高增 (万辆)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 问界理想月度销量 (辆)



资料来源: 理想公众号, 中汽协, 国盛证券研究所

3.3 在手订单充足，产能稳步扩张

公司实施“就近配套”的客户战略，产能辐射全国。为提高对客户的影响能力，及时跟进客户生产需求并最大限度地降低运输成本，公司采取紧贴汽车产业集群的战略，公司已建成昆山、常州、成都、重庆、西安、杭州六大生产基地，就近配套当地及周边整车厂。

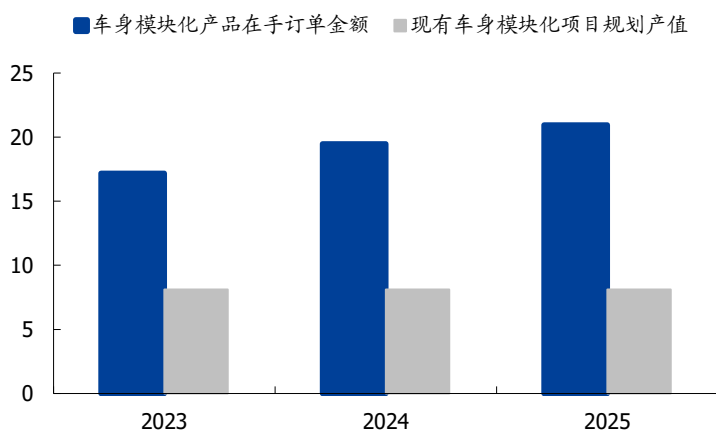
图表 56: 多地布局，就近配套

工厂	目标/附近车企	公司布局
成都	理想、合创、吉利、长安福特、赛力斯。	成都博俊主要一体化压铸、高压铸铝等，预计 2024 年 4 月投产。
重庆	比亚迪、吉利、赛力斯、长安汽车、长安福特、潍柴汽车。	2023 年 9 月设立重庆博俊，供应车身模块，预计 2025H2 投产。
西安	比亚迪、吉利。	西安基地 2021 年起逐步投产。
河北	长城、理想（北京工厂）。	2023 年 6 月设立河北博俊，做压铸、热成型等，预计 2024Q4 投产。
常州	理想、合创、比亚迪、吉利、极氪、福特。	常州博俊扩产预计 2024Q4 投产，布局热成型及一体化压铸。
昆山、杭州	上汽集团、吉利汽车等，以及汽车零部件一级供应商。	总部昆山，2022 年设立浙江博俊。

资料来源：博俊科技公告，懂车帝，各车企官网，国盛证券研究所

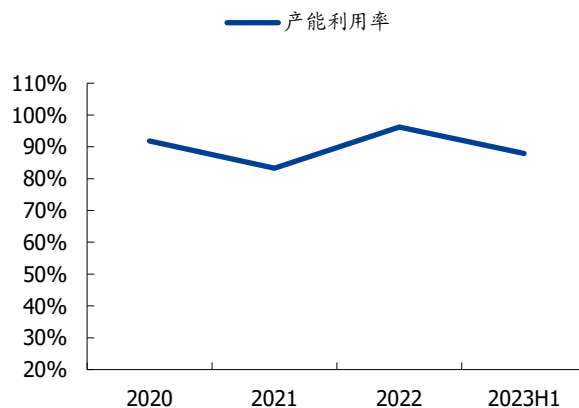
在手订单充足，新产能扩张在即。2021 年以前，公司产能利用率处高位，随着 IPO 资金到位及产能释放，2021 年设备负荷有改善。随着新能源行业高速发展，公司凭借产品、技术能力不断获取新订单。2023-2025 年公司在手订单合计 71.07 亿元，客户覆盖比亚迪、赛力斯、理想汽车、长安福特、长城、吉利等整车及伟世通、克虏伯、伟巴斯特等零部件供应商。基于现有产能及订单情况，公司继续扩产常州基地，设子公司建设河北、宁波及沙坪坝基地，相关新建产能将在 2024-2025 年逐步投产，充分满足潜在客户的配套需求，助力长期增长。

图表 57: 车身模块化产品在手订单饱满（亿元）



资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

图表 58: 产能利用率处于较高水平



资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

图表 59: 公司各地子公司扩产项目及投产时间

公告日期	方式	基地	项目名称	工艺	投资	年产值	投产时间
2020.12	IPO	重庆	汽车零部件、模具	轻量化、热成型	4.8 亿	7.2 亿	2020 年
		成都	汽车零部件、模具	一体化压铸	3 亿	6 亿	2024 年 4 月
2023.6	设子公司	河北	汽车零部件、模具	压铸、冲压、热成型	4 亿	-	预计 2024Q4
2023.8	设子公司	宁波	-	-	-	-	预计 2024Q2
2023.9	可转债	常州	年产 5000 万套汽车零部件、1000 套模具项目	轻量化、热成型	5 亿	8.9 亿	-
		常州	汽车零部件扩建	轻量化、热成型	3 亿	6.8 亿	
-	自有资金	常州	常州二期	一体化压铸	-	-	预计 2024Q4
2023.11	设立子公司	重庆	模具、汽车零部件	-	20 亿（首期 7 亿）	12-15 亿	预计 2025H2

资料来源：博俊科技公告，国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

核心假设:

收入:

- **冲压:** 受益核心客户理想高增长 (理想 2023 年前三季度销量同比+176.2%), 公司 2023 前三季度营收同比+103.07%, 预计 2023 年收入同比增长 114%; 根据目前在手项目放量节奏, 预计 2024-2025 年收入同比+50%、+30%。
- **模具:** 与确认收入节点有关, 预计今年全年 500 万, 2024-2025 年收入确认节点与在手项目量产节奏有关, 预计 CAGR+20%。
- **注塑、其他:** 预计随主营业务小幅增长, 2023-2025 年收入同比+10%。

毛利率:

- **冲压:** 2022 年起, 随着原材料成本改善, 新产能爬坡, 毛利率有所提升。后续仍有新项目陆续投产, 规模效应逐渐体现, 公司盈利能力仍有提升空间, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 19.5%、20.9%、21.6%。
- **模具、注塑及其他:** 经营相对平稳, 随着原材料成本改善, 新产能爬坡, 预计 2023-2025 年毛利率逐渐修复。

费用率:

- **研发费用率:** 在手新项目多, 预计研发投入有一定增加。
- **销售费用率:** 客户拓展顺利, 目前已进入多家头部车企供应链, 预计销售费用率保持稳定。
- **管理费用率:** 公司通过聘请咨询公司、优化绩效考核、精简管理人员岗位等方式持续提升内控能力, 随着降本增项持续推进, 2023-2025 年预计管理费用率仍有优化空间。

图表 60: 盈利预测拆分表

营业收入（亿元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
冲压	6.22	11.46	24.59	36.89	47.95
yoy		84.2%	113.9%	50.0%	30.0%
模具	0.1	0.02	0.05	0.06	0.07
yoy		-82.5%	150.0%	20.0%	20.0%
注塑	1.07	1.02	1.12	1.23	1.36
yoy		-5.4%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	0.65	1.41	1.55	1.71	1.88
yoy		116.5%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	8.0	13.9	27.3	39.9	51.3
毛利率	24.2%	25.1%	24.3%	24.5%	24.7%
汽车零部件	16.2%	19.5%	19.5%	20.9%	21.6%
模具	47.7%	23.7%	44.0%	45.0%	45.7%
注塑	28.7%	34.3%	33.0%	37.6%	37.5%
其他	89.7%	64.1%	93.6%	94.2%	94.7%
销售费用	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	4.6%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%
研发费用	3.9%	3.7%	4.0%	4.2%	4.3%
净利率	10.5%	10.6%	10.9%	11.0%	11.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

预计 2023-2025 年, 公司收入分别为 27.3、39.9、51.3 亿元, 归母净利润分别为 3.0、4.4、5.9 亿元, 对应 PE 分比为 26、18、13 倍。选取车身结构件布局相似、业务体量排行前列, 且积极开拓新能源车客户的美利信、文灿股份、长华集团作为可比公司, 2024 年平均 PE 22 倍, 考虑到公司新势力客户占比高且核心客户长安、吉利、理想、华为均处于强车型周期, 销量增速较高, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 61: 可比公司估值

代码	名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
301307.SZ	美利信	71	2.24	2.63	3.59	4.71	31.6	26.9	19.7	15.0
603348.SH	文灿股份	92	2.38	1.43	4.04	6.13	38.7	64.2	22.8	15.0
605018.SH	长华集团	52	1.10	1.77	2.31	2.75	47.2	29.2	22.4	18.8
平均值							40.7	39.2	40.1	21.6
300926.SZ	博俊科技	79	1.48	2.99	4.40	5.89	53.4	26.4	18.0	13.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 12 月 20 日收盘价, 可比公司盈利预测基于 Wind 一致预期。

风险提示

原材料价格波动风险

如果原材料价格持续大幅上涨，将致使公司盈利能力进一步承压。

新客户拓展不利风险

如果公司新客户拓展无法顺利扩张，将影响公司未来成长性。

行业空间测算相关风险

行业空间测算基于一定数据假设，测算结果存在误差或与实际情况差别等风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com