

公司深度

新坐标 (603040.SH)

汽车 | 汽车零部件

精密冷锻件领域隐形冠军，持续拓展新能源汽车业务

2024 年 01 月 15 日

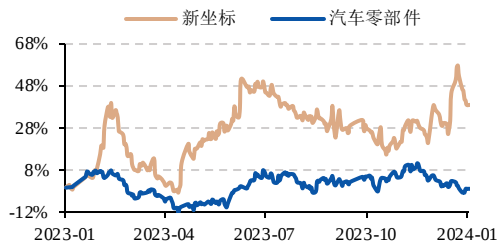
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格 (元)	25.16
52 周价格区间 (元)	18.08-28.55
总市值 (百万)	3399.32
流通市值 (百万)	3383.80
总股本 (万股)	13510.80
流通股 (万股)	13449.20

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
新坐标	4.44	9.97	38.93
汽车零部件	-5.57	-3.99	-0.02

杨甫

分析师

执业证书编号:S0530517110001

yangfu@hncasing.com

翁伟文

研究助理

wengweiwen@hncasing.com

相关报告

1 新坐标 (603040.SH) 半年报点评: 海外、新能源业务齐发力, 公司业绩实现稳定增长
2023-09-01

2 传统业务稳定增长, 拓展业务有望打开公司新能源汽车市场新格局 2023-07-06

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (亿元)	4.32	5.27	6.46	7.69	9.15
归母净利润 (亿元)	1.41	1.56	1.75	2.00	2.34
每股收益 (元)	1.04	1.15	1.30	1.48	1.73
每股净资产 (元)	7.17	8.16	9.06	10.09	11.30
P/E	24.19	21.88	19.35	17.00	14.54
P/B	3.51	3.08	2.78	2.49	2.23

资料来源: iFinD, 财信证券

备注: 表中估值指标按照 1 月 12 日收盘价计算。

投资要点:

- **精密冷锻件领域隐形冠军，业绩持续稳健增长。**公司成立于 2002 年，主营业务为精密冷锻件的研发、生产和销售。公司主要产品包括气门组精密冷锻件、气门传动组精密冷锻件以及其他精密冷锻件等，是国内精密冷锻件隐形冠军。2013-2022 年间，公司营业收入和归母净利润复合年增长率分别为 19.4% 和 15.5%，业绩持续稳健增长。
- **冷精锻适用于大批量生产，兼具成本优势，未来具备较大发展空间。**冷精锻工艺具有加工精度高、生产效率高、材料利用率高、生产成本低与锻件力学性能好等优点，特别适合于大批量生产，常用于制造综合性能要求较高且外形较为复杂的零件。与此同时，由于冷精锻工艺靠模具控制金属流向，钢材质变形抗力较大，冷精锻对金属材料、模具材料、模具设计及金属毛坯的软化处理要求较高，存在较高的技术门槛。未来随着汽车行业围绕环保、节能、安全、舒适、高效和便捷等特性的进一步挖掘，冷精锻技术还有很大的发展空间。
- **全产业链技术研发可控，利润水平领先同行。**公司具备全产业链技术研发能力，覆盖材料、模具、设备、产品，确保产品质量稳定及成本可控，2023 年前三季度公司毛利率及净利率分别为 54.84% 和 32.28%，领先同行竞争对手。研发端公司持续保持高投入，2018 年公司年报单独列示研发费用后费用率维持在 7% 左右的水平，相较几个主要竞争对手处于较高的水平。研发端的投入保证了技术成果的陆续产出，并最终陆续产品化持续创造经济效益。
- **插电混动汽车销量提升及海外业务增长有望推动公司发动机传统业务保持增长态势。**公司发动机传统业务未来仍有望保持稳定增长。一方面，在新能源渗透率提升的过程中，我们预测短期内插电混动汽车将贡献新能源汽车渗透率提升的主要增长动力，而在市场格局方面，2023 年公司传统客户合计占插电混动汽车全球份额 70% 以上，基于公司已取得的相关车企供应链一级供应商身份、燃油车业务上公司与客户合作的良好关系及公司优秀的产品质量，公司未来有望在插电混动

车型的高速发展中获得较好格局。另一方面，目前欧洲新坐标、墨西哥新坐标供应量占欧洲大众、墨西哥大众份额较低，随着大众项目逐步放量、新客户及新项目陆续导入，公司海外业务未来有望获得持续稳定增长。

- **依托精密冷锻技术，不断拓展应用领域：**公司依托精密冷锻技术不断进行拓展。产业链方面公司拓展上游原材料精制冷锻线材的加工处理能力，加强了公司对上游原材料的把控，缓解了钢材行业不确定性对公司生产的影响并进一步稳定公司产品性能、提升公司盈利能力。湖州新坐标满产后预计可实现营业收入 4.8 亿元，税后净利润 6500 万元，对照 2022 年 4000 万元营业收入未来增长空间巨大。原材料方面，公司由之前的钢材为主，拓展为铝、铜、钛合金等，产品适用范围得到扩大。零部件方面，公司车身稳定系统精密零部件实现对比亚迪供货，公司主营业务拓展至发动机以外，并且不断延伸；在新能源领域公司已拓展出汽车二氧化碳热泵系统及热管理集成模块产品、电驱动传动系统、动力电池系统壳体、汽车电子刹车系统滚珠丝杠精密零部件等产品，未来在汽车、机器人、航空航天等领域具备广阔拓展空间。
- **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司营收为 6.46 亿元、7.69 亿元、9.15 亿元，实现归母净利润 1.75 亿元、2.00 亿元、2.34 亿元，对应同比增速为 23%、19%、19%，当前股价对应 2024 年 PE 为 17.00 倍。考虑公司在配气机构传统业务的竞争力，海外业务带来的增长性，以及新能源汽车业务拓展的成长性，我们看好公司的中长期发展，参照同行业公司给与 2024 年市盈率区间 20-25 倍，合理区间为 29.6-37.0 元，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**海外工厂爬坡进度低于预期；公司新产品推广不及预期；产品替代风险；原材料价格大幅上涨；全球地缘政治恶化；汇率波动风险；汽车行业价格竞争加剧。

内容目录

1 精密冷锻件隐形冠军，业绩稳定增长	5
1.1 精密冷锻件隐形冠军，业务范围不断拓展	5
1.2 冷精锻适用于批量生产，技术门槛相对较高	6
1.3 公司股权结构稳定，董事长具备深厚技术背景	8
2 发动机传统业务增长稳健，利润率行业领先	8
2.1 公司经营状况稳健，气门传动组产品贡献公司七成营收	8
2.2 利润率水平行业领先，研发端持续保持高投入	10
2.3 行业进入壁垒	12
2.4 成长路径	13
2.4.1 插电混动汽车销量高速增长，公司有望依托传统客户资源获得较好竞争格局	13
2.4.2 欧洲、墨西哥大众不断放量，海外业务有望获得持续稳定增长	15
3 依托精密冷锻技术，不断拓展应用领域	17
3.1 拓展上游原材料处理能力，湖州新坐标未来业绩增长空间巨大	17
3.2 依托冷精锻技术，持续横向拓展业务范围	18
3.2.1 车身稳定系统精密零部件	18
3.2.2 汽车二氧化碳热泵系统	19
3.2.3 持续拓展精密冷锻技术在新材料、新领域、新能源方面的应用	22
4 盈利预测和评级	23
4.1 盈利预测	23
4.2 相对估值	24
5 风险提示	25

图表目录

图 1：公司主要客户	6
图 2：2022 年公司分行业营业收入比重（%）	6
图 3：公司与控股股东之间产权及控制关系图	8
图 4：2013 年以来公司营业总收入及增速	9
图 5：2013 年以来公司归母净利润及增速	9
图 6：2022 年公司分产品营业收入比重（%）	9
图 7：2023 年 H1 公司分产品营业收入比重（%）	9
图 8：公司主要产品在汽车零部件领域的构成情况	10
图 9：公司精密冷锻产品在汽油机配气机构中定位情况	10
图 10：2013 年以来公司利润率情况	11
图 11：公司近 6 年毛利率与主要竞争对手对比（%）	11
图 12：公司近 6 年净利率与主要竞争对手对比（%）	11
图 13：公司全产业链技术研发流程图	11
图 14：2013 年以来公司费用率情况	12
图 15：公司近 6 年研发费用率与主要竞争对手对比（%）	12
图 16：新能源乘用车批发销量及同比增速	14
图 17：纯电动、插电混动汽车新能源批发销量占比	14
图 18：纯电动汽车批发销量及同比增速	14
图 19：插电混动汽车批发销量及同比增速	14
图 20：公司全球布局	16

图 21: 公司专利“一种电磁常开阀”剖视图	18
图 22: 公司专利“一种电磁开关阀”剖视图	18
图 23: 比亚迪汽车近三年月度销量及同比增速	18
图 24: 2023H1 公司新能源汽车业务占比 (%)	18
图 25: 大众 MEB 平台 CO2 热泵空调系统	20
图 26: 大众 MEB 平台 CO2 热泵系统选装包	21
图 27: 大众 MEB 平台 CO2 热泵系统阀总成构成	21
图 28: 公司电子膨胀阀及小流量工况精度调控方法专利	21
图 29: 公司整体式冷媒控制部件及热管理组件专利	21
图 30: 公司空心结构的新能源电机轴转专利剖视图	22
图 31: 乘用车批发销量及同比增速预测	22
图 32: 公司专利“一种应用于驻车制动系统的滚珠丝杠传动结构”剖视图	23
表 1: 公司发展历程	5
表 2: 精密锻造成形技术分类	6
表 3: 冷精锻成形技术生产模式类型	7
表 4: 公司主要竞争对手及其主要产品	7
表 5: 公司主要产品及其单车价值量	10
表 6: 公司主要配套客户、资质及获得奖项	12
表 7: 近 5 年插电混动汽车全球市场份额	15
表 8: 公司海外营收构成	15
表 9: 欧洲新坐标、墨西哥新坐标产能规划	16
表 10: 近 5 年大众汽车集团在欧洲、美洲销量 (万辆)	16
表 11: 近三年公司海外新项目定点及量产情况	16
表 12: 湖州新坐标投产后收入情况	17
表 13: 杭州山木名下专利梳理	19
表 14: 几种汽车空调主流制冷剂性能对比	20
表 15: 传统燃油车及新能源汽车热管理系统单车价值量对比	21
表 16: 分产品盈利预测	24
表 17: 可比公司估值 (截至 2024.01.12 收盘)	25

1 精密冷锻件隐形冠军，业绩稳定增长

1.1 精密冷锻件隐形冠军，业务范围不断拓展

精密冷锻件领域隐形冠军，基于发动机零件不断拓展业务范围。公司成于 2002 年，主营业务为精密冷锻件的研发、生产和销售。公司主要产品包括气门组精密冷锻件、气门传动组精密冷锻件以及其他精密冷锻件等，是国内精密冷锻件隐形冠军。公司的发展历程大致可分为三个阶段：

发动机气门组阶段：公司前期专注于气门组精密冷锻件，包括气门锁夹、气门弹簧盘、气门顶帽等。2002 至 2005 年公司成功研发并量产摩托车用气门组精密冷锻件。2005 年公司成为大众供应商，正式涉足汽车市场。2006 年，公司获得 ISO/TS16949 第三方质量管理体系认证证书，具备成为一级供应商的基本条件。之后公司陆续进入其他汽车企业的供应链。2012 年，汽车用气门组精密冷锻件正式量产。

发动机气门传动组阶段：2012 至 2014 年，公司成功研发汽车用气门传动组新产品，包括液压挺柱、滚轮摇臂等；2015 年起传动组产品开始放量。2016 年，公司获得德国大众欧洲市场的液压挺柱项目定点，开始涉足海外业务。由于单车价值量远大于气门组产品，传动组产品营收快速提升，2022 年营收占比超 7 成。

边际拓展阶段：2017 年、2018 年公司分别成立欧洲子公司、墨西哥子公司，将公司业务拓展至海外。2017 年湖州新坐标设立，公司将业务拓展至上游精制冷锻线材。2018 年，车身稳定系统零部件成功供货比亚迪，公司业务拓展至发动机结构件之外。此后，基于精密冷锻技术，公司陆续将业务拓展至汽车二氧化碳热泵系统精密部件、锂电池精密零件、电驱传动系统精密零件及汽车电子刹车系统滚珠丝杠精密零部件等，为公司未来开拓广阔发展空间。

表 1：公司发展历程

时间	发展历程
2002 年	杭州新坐标科技股份有限公司成立；
2005 年	公司成为大众供应商，开始涉足汽车市场；
2006 年	公司获得 ISO/TS16949 第三方质量管理体系认证证书，具备成为一级供应商的基本条件；
2010 年	吸收合并控股子公司新坐标零件，增资至 1,500 万元； 以整体变更方式改制，完成工商登记；
2012 年	汽车用气门组产品量产；
2015 年	汽车用气门传动组产品开始放量；
2016 年	取得福特 Q1 供应商认证； 获得德国大众欧洲市场液压挺柱供应商定点；
2017 年	公司 IPO 上市，公开发行 1,500 万股； 新坐标欧洲、湖州新坐标成立；
2018 年	新坐标墨西哥成立； 车身稳定系统零部件成功供货比亚迪，主营业务拓展到发动机以外；
2020 年	欧洲新坐标投产；

2021年 湖州新坐标投产；墨西哥新坐标投产；
成功拓展精密部件在汽车二氧化碳热泵系统及热管理集成模块中的运用；
2022年 公司业务拓展至锂电池精密零件及电驱传动系统精密零件；
2023年 公司发布汽车电子刹车系统滚珠丝杠精密零部件专利；

资料来源：公司招股说明书，公司年报，财信证券

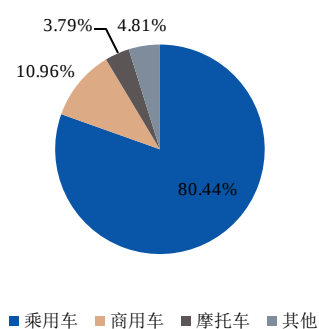
公司客户主要分布于乘用车、商用车企业。公司产品目前主要应用于汽车、摩托车发动机的配气机构，客户涵盖大众全球（包含：上海大众、一汽大众、欧洲大众、墨西哥大众、巴西大众）、比亚迪、吉利汽车、中国重汽、潍柴动力、道依茨、江铃汽车、北美通用、Stellantis、上汽通用五菱、神龙汽车、长安汽车、长安福特、长城汽车、五羊本田、春风动力等等汽车、摩托车厂商。从公司2022年分行业营业收入来看，汽车业务（乘用车+商用车）占公司总收入的比重在90%以上。

图 1：公司主要客户



资料来源：公司招股说明书，财信证券

图 2：2022 年公司分行业营业收入比重（%）



资料来源：公司年报，财信证券

1.2 冷精锻适用于批量生产，技术门槛相对较高

公司所在行业属于精密锻造行业中的冷精锻行业，从属于锻造行业。精密锻造成形技术是指零件成形后，仅需要少量加工或不再加工，就可以用作机械构件的成形技术。目前该成形技术主要应用于两大领域，一是批量生产的零件，例如汽车、摩托车、兵器、通用机械的一些零件，尤其是具有复杂形状的零件；二是航空航天等工业的复杂形状零件，尤其是难切削的复杂形状零件、高价材料零件、高性能轻量化结构零件。

表 2：精密锻造成形技术分类

成形技术	定义	应用范围
热精锻成形	在再结晶温度之上利用高温作用致使材料变形而塑性。	主要应用于曲轴、连杆、等速转向节销、轮毂和齿轮坯。
温精锻成形	在再结晶温度之下某个合适的温度（750-850℃）下对金属进行锻压。	主要应用于外座圈、轴套、半轴齿轮和啮合小齿轮。
冷精锻成形	冷精锻是指在冷态下将金属毛坯放入模具模腔内，在强大的压力和一定的速度作用下，迫使金属从模腔中挤出，从而获得所需形状、尺寸以及具有一定力学性能的锻造方式。	精密、形状复杂且可承受高负载的高强度零件。
复合精锻成形	结合热、温、冷等多种锻造工艺在模具内利用外力使金属产生塑性流动和变形。	各种齿轮、管接头等高强度零部件。

等温锻造	使胚料在趋于恒定的温度下模锻成形。	一般用于对变形温度较敏感、难成形的金属材料零件，如钛合金、铝合金、镁合金等。
闭塞锻造	在封闭凹模内通过一个或者两个冲头单向或双向复动挤压金属一次成形。	适合形状复杂零件的生产制造，主要用于生产汽车半轴齿轮、十字轴、轿车等速万向节星形套。
分流锻造	使材料填满模具成形部分的分流腔或分流通道，在模具容许压力范围内对材料进行塑性。	主要应用于正齿轮、螺旋齿轮。

资料来源：公司招股说明书，财信证券

冷精锻适用于大批量生产，兼具成本优势，但技术门槛较高。冷精锻是一种（近）净形成形工艺，具有加工精度高、生产效率高、材料利用率高、生产成本低与锻件力学性能好等优点，符合绿色生产的理念，特别适合于大批量生产，常用于制造综合性能要求较高且外形较为复杂的零件。与热精锻、温精锻工艺相比，冷精锻可以节省材料30%-50%，节能40%-80%，并且能够提高锻件质量及表面精度，改善作业环境。与此同时，由于冷精锻工艺靠模具控制金属流向，钢材质变形抗力较大，因此冷精锻对金属材料、模具材料、模具设计及金属毛坯的软化处理要求较高。冷精锻成形技术目前主要有三种生产模式，公司采用的是多工位冷精锻台压机多副模具单冲程成形单个零件，不涉及工序间退火处理。

表 3：冷精锻成形技术生产模式类型

生产模式	定义	特点	适用领域	使用范围
分序冷精锻	多台压机多副模具多次精锻成形，涉及中间退火及润滑	工序长、使用设备多，占地面积大	中、小批量生产	国内普遍使用
多工位冷精锻	单台压机多副模具单冲程成形单个零件，不涉及工序间退火处理	一次性设备投资大	大批量或超大批量生产	少数企业采用（公司目前采用）
单工位多动作冷精锻	单台压机单副模具单工位单冲程多动作	复杂制件一次精锻成形	大批量或超大批量生产	少数企业采用

资料来源：公司招股说明书，财信证券

冷精锻技术定制化程度较高，行业竞争并不激烈。根据公司年报中援引中国锻压协会的统计，全国目前约有锻造骨干企业460多家，生产冷温锻件企业40多家，专门从事冷温成形或以冷温成形为主要工艺的企业仅20多家。由于精密冷锻技术下游应用领域广泛，并且下游使用的零部件在形状、性能、用途等方面千差万别，定制化程度较高，冷精锻行业内同一种产品的市场竞争并不激烈，竞争对手也是直接对于产品而言。相对产品而言，公司气门组精密零部件目前主要竞争对手有杰德汽车零部件（Charter Automotive）、浙江黎明；气门传动组精密零部件的主要竞争对手有伊顿（EATON）、舍弗勒（Schaeffler）、富临精工等。

表 4：公司主要竞争对手及其主要产品

竞争对手	主要产品
杰德汽车零部件（Charter Automotive）	气门弹簧座、气门扳手、同步啮合滑键、液位指示器、扣环、芯塞等
浙江黎明	气门锁片、气门弹簧座、气门弹簧底座、气门挺柱、气门推杆、气门桥、气门旋转器等
伊顿（EATON）	发动机气门、滚子摇臂、发动机停缸技术、可变气门驱动系统、油泵挺筒
舍弗勒（Schaeffler）	高精密的汽车发动机、变速箱和底盘部件与系统，以及广泛应用于工业领域

富临精工

的滚动轴承和滑动轴承解决方案

液压挺柱、机械挺柱、液压张紧器、摇臂、喷嘴、发动机可变气门系统（VVT、VVL 电磁阀）、精密零部件及其他等六大类系列产品

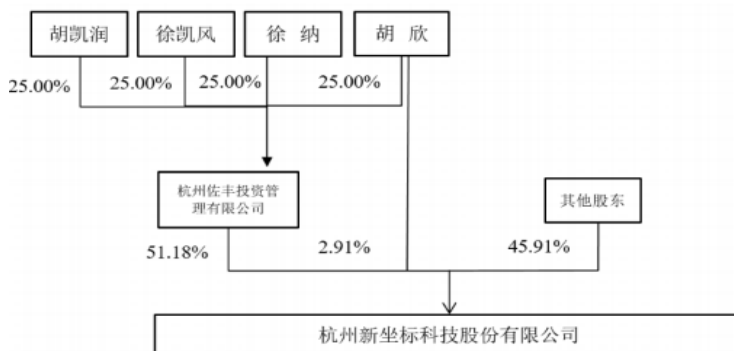
资料来源：公司年报，财信证券

冷精锻技术未来发展空间广大。未来汽车零件的锻造和冲压行业在产品设计、制造和应用上，都必须围绕汽车环保、节能、安全、舒适、高效和便捷的特点展开。由于冷锻工艺较传统加工工艺在零件的精度强度以及成本控制方面有显著优势，因此冷锻件在制造业尤其在汽车工业中被广泛应用。根据公司招股说明书的数据，在德国、日本、美国等冷精锻行业发展最为成熟的国家，除螺母、螺栓等冷锻紧固标准件外，汽车精密冷锻件多为汽车上的关键部件，每辆汽车上的冷锻件约为 45 千克。与之相对的是，目前我国生产的轿车上冷锻件重量不足 20 千克，冷精锻技术在我国汽车行业还有很大的发展空间。此外，冷精锻技术还可以向摩托车、电动工具、家用电器、航空航天以及国防领域拓展，未来发展空间广大。

1.3 公司股权结构稳定，董事长具备深厚技术背景

公司股权结构稳定，董事长具备深厚技术背景。公司的实际控制人是徐纳和胡欣，通过杭州佐丰投资管理有限公司（由二人家族控制）实现对公司控股，截至 2023Q3 杭州佐丰投资管理有限公司及胡欣合计控股 53.66%，公司股权结构较为集中。现任董事长徐纳出生于 1969 年 11 月，曾任杭州汽车发动机厂研究所技术部技术员，具备深厚技术背景，年富力强。

图 3：公司与控股股东之间产权及控制关系图



资料来源：公司年报，财信证券

2 发动机传统业务增长稳健，利润率行业领先

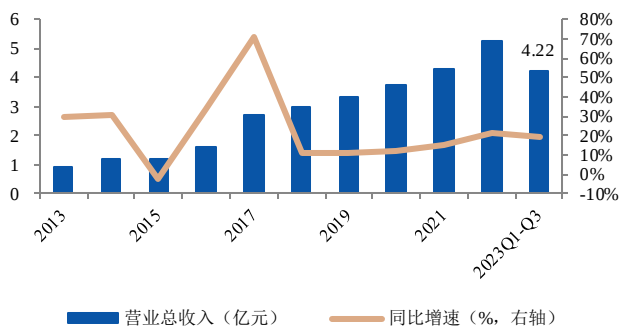
2.1 公司经营状况稳健，气门传动组产品贡献公司七成营收

营业收入稳定增长：2013-2022 年间，除 2015 年外，营收均保持着稳定的增长趋势，从 2013 年的 0.9 亿元到 2022 年的 5.3 亿元，复合年增长率（CAGR）为+19.4%。2018 年汽车行业市场低迷的情形下，公司仍然保持了营业收入的增长，同比+11.1%。2019 年后，随着公司进一步拓展海外市场以及依托冷锻技术拓展其他新产品，营收增速稳定在+10%以上。2023 年前三季度，公司实现营业收入 4.2 亿元，同比+19.3%，营业收入保持稳定

增长。

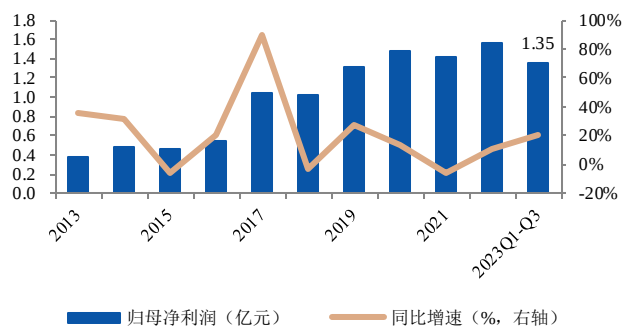
归母净利润增速基本与营收增速保持一致：2013-2022 年间，除 2015 年、2018 年、2021 年微跌外，归母净利润均保持着稳定的增长趋势，从 2013 年的 0.4 亿元到 2022 年的 1.6 亿元，复合年增长率（CAGR）为+15.5%。2022 年后，随着欧洲工厂及墨西哥工厂逐渐放量，公司净利润增速持续提升。2023 年前三季度，公司实现归母净利润 1.4 亿元，同比+20.1%，基本与营业收入增速持平。

图 4：2013 年以来公司营业总收入及增速



资料来源：iFinD，财信证券

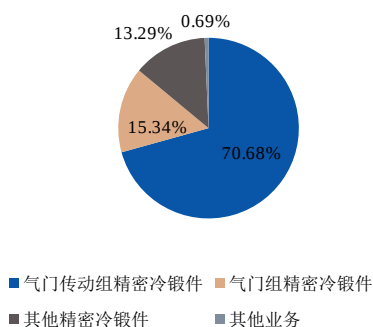
图 5：2013 年以来公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD，财信证券

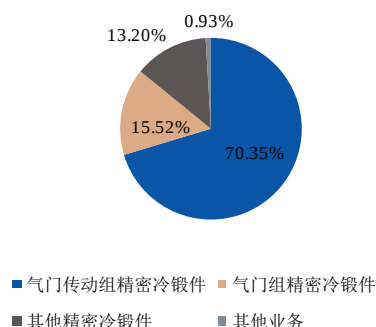
气门传动组精密冷锻件产品占公司营收比重达 70%。从收入结构来看，2022 年和 2023 年 H1，气门传动组精密冷锻件产品是公司营收的主要来源，占公司营收比重达 70%，主要包括液压挺柱、滚轮摇臂、调节螺钉等；其后的气门组精密冷锻件产品主要包括气门锁夹、气门弹簧盘、气门顶帽等，占公司营收比重约为 15%，其他业务合计占比约 15%，包括车身稳定系统零部件、变速箱零部件、精制冷锻线材等。分业务增速来看，2022 年和 2023 年 H1 气门组零件营收增速分别为-11.7%、+13.9%，气门传动组零件营收增速分别为+21.0%和+32.3%。

图 6：2022 年公司分产品营业收入比重（%）



资料来源：iFinD，财信证券

图 7：2023 年 H1 公司分产品营业收入比重（%）



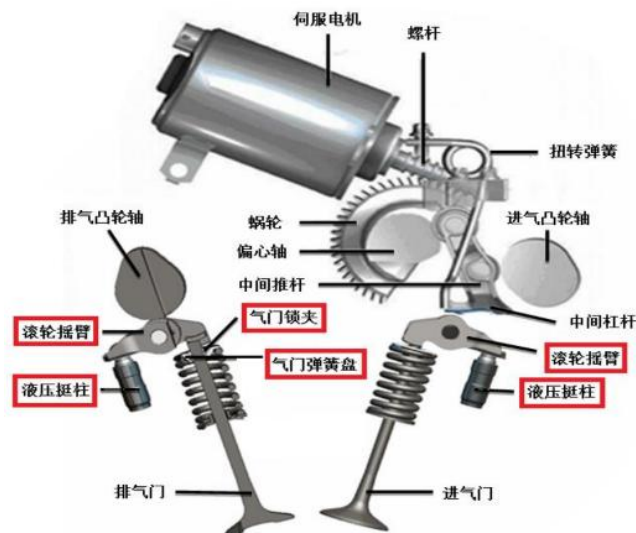
资料来源：iFinD，财信证券

图 8：公司主要产品在汽车零部件领域的构成情况



资料来源：公司招股说明书，财信证券

图 9：公司精密冷锻产品在汽油机配气机构中定位情况



资料来源：公司招股说明书，财信证券

气门传动组及气门组零件单车价值量分别为约 130-140 元、10-11 元。从单车价值量来看，以一台 4 缸的发动机为例，一台发动机需要配备 32 片锁夹、16 个弹簧盘、16 个液压挺柱、16 个滚轮摇臂。按照公司 2016 年在招股说明书中披露的价格，气门组精密冷锻件的单车价值量约为 12 元，气门传动组精密冷锻件的单车价值量约为 150 元。结合公司近年财报来看，气门组和气门传动组零件单车价值量对比 2016 年出现下滑，我们估算当前气门组零件单车价值量约为 10-11 元，气门传动组零件单车价值量约为 130-140 元。

表 5：公司主要产品及其单车价值量

产品类别	主要产品	产品简介	单价 (元/件)	单车/发动机 配套量(件)	单车价值量 (元/车)
气门组精密冷锻件	气门锁夹	气门弹簧力通过气门弹簧盘、气门锁夹传递到气门上，保证气门关闭时紧密与气门座贴合，并克服在气门开启时配气机构产生的惯性力，使传动件始终受凸轮控制而不相互脱离。	0.16	32	5.1
	气门弹簧盘	在气门杆选用无法通过热处理硬化的材质时使用，防止气门端面磨损。	0.45	16	7.2
	气门顶帽		-	-	-
气门传动组精密冷锻件	液压挺柱	将来自凸轮的推力传给推杆以进一步传给气门。	4.5	16	72
	滚轮摇臂	将凸轮轴的转矩转化为驱动气门开启的直线运动，与凸轮轴、挺柱等部件共同起到开启或关闭进排气门的作用。	5	16	80
	调节螺钉	调整气门间隙，使气门及其传动件受热伸长时，气门与气门座仍能紧密贴合。	3.6	-	-

资料来源：公司招股说明书，财信证券

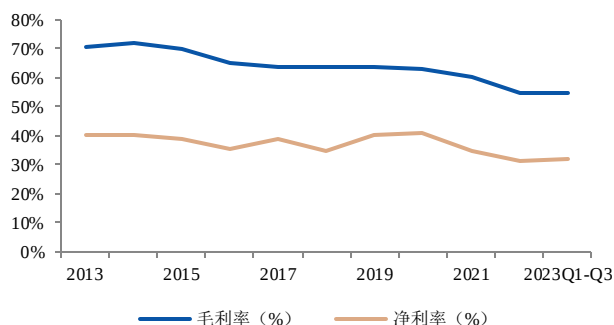
2.2 利润率水平行业领先，研发端持续保持高投入

公司利润率先同行业竞争对手。从 2013-2023 前三季度的利润率来看，公司毛利率在 2015 年气门传动组产品量产后降低至 70% 以下，2022 年开始受子公司湖州新坐标

及海外工厂开始投入运营的影响,毛利率降至60%以下,2023年前三季度毛利率为54.84%,比去年同期下滑0.46个百分点;公司净利率从2013年开始基本稳定在35%-40%的区间内,2022年受子公司及海外工厂投入运营的影响下滑至31.54%。2023年前三季度,随着欧洲工厂和墨西哥工厂逐步放量,公司净利率回升至32.28%。对照同行业竞争对手精锻科技、富临精工及浙江黎明来看,近两年主要竞争对手的毛利率维持在30%左右,远低于公司55%的毛利率水平。净利率方面,剔除负数后,精锻科技的净利率水平稍高,在13%左右,另外两家竞争对手的净利率低于10%,均明显低于公司30%以上的净利率水平。

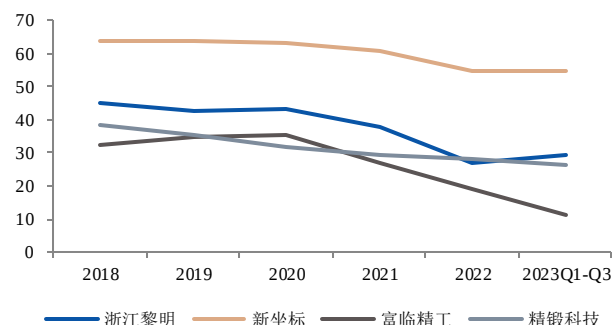
公司具备冷精锻全产业链技术研发能力。公司的高毛利率主要源于公司精耕冷精锻领域多年培养的全产业链技术研发能力:1)材料:公司在材料选择、线材自制等方面具备专业判断能力,并同时拥有材料锻造前处理能力和润滑技术,产品质量稳定性得以保证;2)模具:公司具备模具自主开发、选材、加工能力,可以自主研发使用寿命长、性能稳定的模具;3)设备:公司具备国际先进的多工位冷锻机、压力机等关键生产设备及多种检测设备,设备自动化程度高;4)产品:公司具备零件品类拓展及优化零件制造工艺的能力,部分关键零件拥有专利保护。

图 10: 2013 年以来公司利润率情况



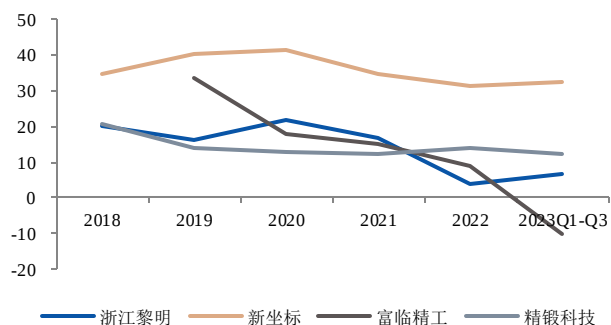
资料来源: iFinD, 财信证券

图 11: 公司近 6 年毛利率与主要竞争对手对比 (%)



资料来源: iFinD, 财信证券

图 12: 公司近 6 年净利率与主要竞争对手对比 (%)



资料来源: iFinD, 财信证券

注: 富临精工 2018 年净利率为-157.48%

图 13: 公司全产业链技术研发流程图

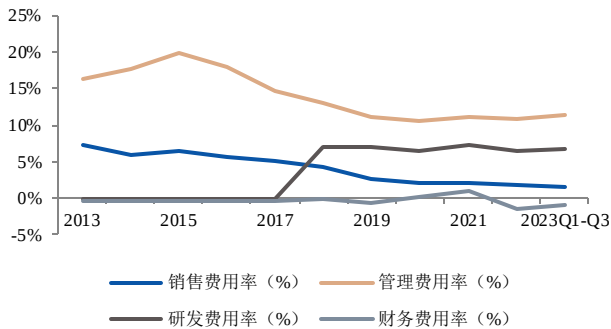


资料来源: 公司年报, 财信证券

公司费用率相对稳定, 研发端持续保持高投入。从费用端来看, 公司销售费用率近几年处于下降的趋势, 财务费用率随着海外业务占比提升开始受汇率波动影响, 管理费

用率相对稳定，维持在 11% 左右的水平。研发端公司持续维持高投入，2018 年公司年报单独列示研发费用后费用率维持在 7% 左右的水平，对比几个主要竞争对手处于较高的水平。公司在研发端的持续耕耘迎来了收获，截至 2023 年 8 月底，公司已拥有境内专利 89 项（其中发明专利 33 项，实用新型专利 56 项），境外专利 12 项（其中发明专利 10 项，实用新型专利 2 项），相关技术成果陆续产品化并创造了良好的经济效益。

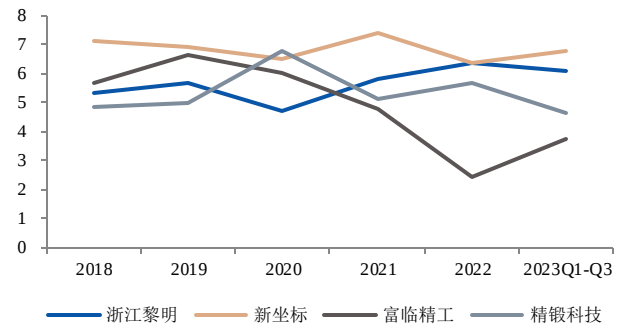
图 14：2013 年以来公司费用率情况



资料来源：iFinD，财信证券

注：2017 年前研发费用未单独列示，包含在管理费用内

图 15：公司近 6 年研发费用率与主要竞争对手对比 (%)



资料来源：iFinD，财信证券

2.3 行业进入壁垒

资格壁垒：截至 2016 年 80% 左右的精密冷锻件应用于汽车工业。汽车零部件供应商的金字塔式配套体系以及合格供应商认证制度决定了冷精锻行业厂商能否进入对冷锻件需求量最大的领域。其中一级供应商与汽车厂商有着明确的配套关系，为汽车厂商提供专业化供货服务；一级供应商数量较少，具有较强的产品开发能力，一般是汽车厂商的战略合作伙伴，参与新车型的开发设计、产品制造、检验、质量保证、及时供货以及市场服务等全方位责任，并承担管理、协调二级、三级供应商的责任。汽车厂商对供应商有着严格的供应商资格认证制度，除需取得国际通行的 ISO/TS16949 质量管理体系认证外，还须通过汽车厂商严格的二方评审，满足汽车厂商的特殊要求。取得第三方认证通常需要一至两年时间，通过特定的汽车厂商认证到批量供货约需两至四年时间，这就决定了进入汽车厂商采购体系存在较大的壁垒。目前公司已陆续通过海内外各知名汽车企业的体系评审，成为一级配套供应商。

表 6：公司主要配套客户、资质及获得奖项

境内外市场	客户	供应商类型	供应商奖项/资质
境内	一汽大众	一级供应商	优秀国产化供应商
	上汽大众	一级供应商	材料实验室认可证书
	上海大众动力总成	一级供应商	优质质量奖、优秀进取奖
	神龙汽车	一级供应商	
	上汽通用五菱	一级供应商	
	上海通用	一级供应商	优秀供应商
	吉利汽车	一级供应商	
	比亚迪汽车	一级供应商	最佳质量奖、优秀服务奖
	潍柴动力	一级供应商	

境外	江铃汽车	一级供应商	
	长安汽车	一级供应商	
	长安福特	一级供应商	卓越质量一等奖
	广汽集团	一级供应商	
	东风汽车	一级供应商	
	中国重汽	一级供应商	总经理质量奖、优秀质量奖
	五羊本田	一级供应商	
	福特全球	一级供应商	Q1 供应商资质
	大众全球	一级供应商	
	道依茨	一级供应商	
	Stellantis	一级供应商	
	北美通用	一级供应商	

资料来源：公司招股说明书，公司年报，财信证券

持续生产壁垒：由于汽车厂商对零部件，特别是发动机零部件的质量要求很高，因此更倾向于使用成熟供应商的产品，零部件供应商和汽车厂商的合作关系一旦确定后就比较稳定。并且由于更换零部件供应商的成本巨大，汽车厂商在现有供应商产品不存在质量问题的情况下，一般不会贸然使用新供应商的产品。此外，具有较强产品开发能力的成熟供应商可参与到汽车厂商新车型的开发中，这使得刚进入到汽车零部件供应商体系中的新供应商难以获得参与新产品开发的机会。

技术壁垒：精密冷锻件自身高精高效、优质低耗的特性以及下游应用产业对配套产品加快更新换代的要求，决定了精密冷锻件生产厂商必须持续具备行业技术领先能力。这就要求相关厂商具备较高的新产品研发、模具开发制造能力以及对工艺和装备的研发改进能力，同样也使得其他企业难以进入该行业。公司目前具备全产业链技术研发能力。

资金和设备壁垒：冷精锻所需的多工位冷锻机、压力机、热处理设备等价格昂贵且多数重要设备依赖进口，行业资金和设备壁垒较高。

规模效益限制：汽车行业是典型的规模效益型行业。企业先要进行较大规模的机器设备、厂房、仓库等固定资产投入，而只有当生产规模达到一定程度后才会使固定资产利用率提高，边际生产成本下降，规模效益逐步显现，从而带来成本上的优势。同时，由于产品可靠性的提升过程、通过供应商认证考核过程等所需时间较长，新进入企业很难在短时间内达到规模化生产，单位成本居高不下，对企业的盈利形成重要影响，对新进入企业构成重要障碍。

2.4 成长路径

2.4.1 插电混动汽车销量高速增长，公司有望依托传统客户资源获得较好竞争格局

2023 年新能源乘用车渗透率进一步提升，其中纯电动汽车增长放缓，插电混动汽车成为新的增长点。根据乘联会数据，23 年 1-11 月新能源乘用车累计批发销量分别为 777.7 万辆，同比+35.2%。23 年 1-11 月新能源乘用车累计批发渗透率为 34.0%，同比+6.2pct。其中纯电动汽车和插电混动汽车（含增程式汽车）累计批发销量分别为 537.2 万辆、239.3 万辆，同比分别+20.7%、+83.9%。从比重来看，纯电动汽车和插电混动汽车批发销量占新能源

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/798030035067006031>