

2024年11月20日

华峰铝业 (601702.SH)

投资评级：买入（首次）

——铝热传输龙头乘风新能源，储能+液冷+空调打开新增量

投资要点：

- 铝热传输材料龙头，营收连续多年高增长。**公司在2008年建立之初确立铝热传输方向，十余年来厚积薄发；2018年公司铝热传输材料产销量国内首位。2018年-2023年公司营业收入由34.2亿元提升至92.9亿元，5年CAGR达22.12%，公司归母净利润由1.7亿元提升至9亿元，5年CAGR达39.56%。
- 新能源需求持续增长，传统车后市兴旺，储能+液冷+空调打开想象空间。**（1）新能源汽车：相比传统汽车铝热材料用量提升近1倍，我们测算2026年全球新能源汽车用铝热材料量达46.0万吨，2023年-2026年CAGR达18.92%。（2）燃油车：俄罗斯需求拉动燃油车出口量持续增长，过去3年CAGR达85.90%，我们测算2026年中国燃油新车所需铝热传输材料达22.45万吨，2023年-2026年CAGR达16.46%。（3）汽车售后市场：我们测算2026年中国汽车热交换器维修市场所需铝热材料达6.48万吨，2023-2026年CAGR达5.66%。（4）储能、数据中心：电力需求催生储能行业发展，数据中心算力提升驱动散热需要，铝热传输材料有望持续受益。（5）空调市场：国外空调铝代铜趋势明显，国内伴随产业化推动，以及消费者对“铝代铜”的认知和接受度提高，终端替代应用有望逐步打开。
- 行业产能扩张持续验证景气度，公司产能规划领先盈利能力强。**2023年国内拟建和在建铝板带箔项目规模达551万吨，持续验证行业景气度。铝热细分行业中，格朗吉斯与创新新材达成协议，建设年产32万吨项目；银邦股份扩产35万吨项目；公司重庆二期扩产15万吨。产销比于2023年已达98.75%；同时，公司2023年净利率为9.7%，领先同行业平均水平。
- 强研发+好设备+优质客户三重优势，重庆基地扩产15万吨提供成长新增量。**凭借强劲研发实力与国际一流核心机台设备，公司绑定优质客户资源（海外汽配商DENSO、德国马勒集团、韩国翰昂集团，国内热交换主流厂商三花、银轮、纳百川），产品质量及综合实力得到广泛认可。重庆二期15万吨项目达产后，预计将在现有产能基础上提升约39%，同时规模效应进一步强化，赋能公司新增长动力。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为12.1/14.0/16.9亿元，同比增速分别为34.14%/16.19%/20.28%，当前股价对应的PE分别为14/12/10倍。我们选取鼎盛新材、创新新材为可比公司，2024-2026年平均PE分别为17/13/11倍，作为国内铝热传输材料龙头，公司受益新能源汽车铝热材料用量增长和传统车出海景气传导，储能、数据中心、空调有望赋能远期空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**需求波动风险；项目建设不及预期风险；原材料波动风险；新业务拓展不及预期风险；市场空间测算偏差的风险。

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024年11月20日

收盘价(元)	16.27
一年内最高/最低(元)	21.37/13.74
总市值(百万元)	16,246.09
流通市值(百万元)	16,246.09
总股本(百万股)	998.53
资产负债率(%)	31.51
每股净资产(元/股)	5.19

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,545	9,291	11,868	13,710	14,806
同比增长率(%)	32.51%	8.73%	27.74%	15.52%	7.99%
归母净利润(百万元)	666	899	1,206	1,401	1,686
同比增长率(%)	33.11%	35.06%	34.14%	16.19%	20.28%
每股收益(元/股)	0.67	0.90	1.21	1.40	1.69
ROE(%)	17.84%	19.87%	22.08%	21.39%	21.44%
市盈率(P/E)	24.40	18.07	13.47	11.59	9.64

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 12.1/14.0/16.9 亿元，同比增速分别为 34.14%/16.19%/20.28%，当前股价对应的 PE 分别为 14/12/10 倍。我们选取鼎盛新材、创新新材为可比公司，2024–2026 年平均 PE 分别为 17/13/11 倍，作为国内铝热传输材料龙头，公司受益新能源汽车铝热材料用量增长和传统车出海景气传导，储能、数据中心、空调有望赋能远期空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 铝热传输复合材料：考虑新能源汽车与燃油车产业增速及公司扩产预期，假设公司 2024–2026 年铝热传输复合材料销量稳步提升，毛利率分别为 20%、20%、21.2%。

2) 铝热传输非复合材料：考虑新能源汽车与燃油车产业增速及公司扩产预期，假设公司 2024–2026 年铝热传输非复合材料销量稳步提升，毛利率为 10%、10%、11.5%。

3) 冲压件：考虑新能源汽车与燃油车产业增速及公司产能情况，假设公司 2024–2026 年冲压件营收稳步提升，毛利率为 18%、18%、20%。

投资逻辑要点

铝热传输材料下游应用广泛，最主要应用为交通运输行业，新能源热管理单车价值量较传统燃油车提高 2–3 倍，而新能源汽车热交换器所需铝合金复合材料用量较燃油车提升近 1 倍，随着新能源汽车行业快速增长，对铝热材料需求旺盛；传统燃油车受益于对俄出口增量，对铝热材料需求持续提升；汽车保有量的增长拉动汽车售后市场铝热材料需求；电力需求催生储能行业发展，数据中心算力提升驱动散热需要，铝热传输材料有望打开公司新成长曲线。

核心风险提示

需求波动风险；项目建设不及预期风险；原材料波动风险；新业务拓展不及预期风险；市场空间测算偏差的风险。

内容目录

1. 铝热传输龙头，营收稳步增长	6
1.1. 深耕铝板带箔十余年，细分领域“排头兵”	6
1.2. 公司股权结构稳定，母公司优势赋能	7
1.3. 三大业务全面布局，覆盖下游多线产品	8
1.4. 营收净利高速增长，净利率行业领先	9
2. 铝热传输材料：新能源汽车需求持续发力，储能+液冷+空调市场方兴未艾	11
2.1. 新能源汽车：行业持续景气，成为铝热材料需求主要贡献者	11
2.1.1. 新能源汽车持续增长，出口&无人驾驶提供新增量	11
2.1.2. 新能源汽车：单车铝热材料用量翻倍，贡献国内核心需求	13
2.1.3. 电池料业务翻倍增长，刀片水冷双星闪耀	15
2.2. 燃油车：出海打造新增量，汽车售后市场稳步增长	15
2.3. 增量市场：电力储能潮头立，数据中心液冷起，空调“铝代铜”可期	17
2.3.1. 新型储能市场迎来快速增长，铝热材料新需求有望释放	17
2.3.2. 算力需求受益AI产业增速强劲，液冷系统渗透率空间广阔	18
2.3.3. 国外空调铝代铜趋势明显，国内市场替代可期	20
3. 铝热行业：行业产能扩张持续验证景气度，公司产销比印证去库存化良好	20
4. 强研发+好设备+优质客户三重优势，重庆基地扩产15万吨提供新增量	22
4.1. 重庆基地区位优势明显，产能扩张规模效应持续	22
4.2. 产品研发实力强，优质客户优势明显	23
4.3. 下游冲压件业绩持续增长，有望打造产业一体化优势	25
5. 盈利预测与评级	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司发展历史	6
图表 2: 股权结构 (截止至 2024 年 9 月 30 日)	7
图表 3: 公司生产基地分布图	7
图表 4: 铝热材料产业链	8
图表 5: 公司主营产品	8
图表 6: 公司营收实现稳步增长	9
图表 7: 公司归母净利润实现稳步增长	9
图表 8: 公司主营产品 2022 年营收占比	9
图表 9: 公司主营产品结构 (亿元)	9
图表 10: 公司期间费用持续下降	10
图表 11: 公司净利率同行业领先	10
图表 12: 境外销售收入及增速 (亿元)	10
图表 13: 公司境内境外毛利率对比	10
图表 14: 中国与全球新能源汽车销量逐年提升	11
图表 15: 中国新能源汽车渗透率逐年提升	11
图表 16: 国内新能源汽车销量稳步提升	12
图表 17: 国内新能源汽车渗透率稳步提升	12
图表 18: 2023-2024 年 9 月中国新能源汽车出口及增速	12
图表 19: 整车热管理系统实车环境三维模型	13
图表 20: 整车热管理方案工作原理图	13
图表 21: 传统及新能源汽车热管理部件单车价值量对比	14
图表 22: 传统燃油车热管理系统单车价值量	14
图表 23: 传统车与新能源汽车热管理系统对比	14
图表 24: 全球及中国新能源汽车用铝热材料需求量测算	14
图表 25: 公司新能源汽车用电池料营收不断提升	15
图表 26: 公司新能源汽车用产品	15
图表 27: 全球和国内乘用车销量	16
图表 28: 中国燃油车出口量稳步提升	16
图表 29: 中国燃油车新车及中国维修市场铝热材料需求量测算	16

图表 30: 全球新型储能市场累计装机规模 (MW)	17
图表 31: 中国新型储能市场累计装机规模 (MW)	17
图表 32: 储能集成系统 PowerTitan 2.0	18
图表 33: 国内数据中心机架规模	18
图表 34: 国内数据中心用电消耗量	18
图表 35: 冷却类型与传热能力对比	19
图表 36: 数据中心用冷板冷却示意图	19
图表 37: 公司大数据服务器相关产品	19
图表 38: 两相浸没液冷示意图	19
图表 39: 2023 年在建和拟建铝板带项目	21
图表 40: 2023 年在建和拟建电池箔项目	21
图表 41: 公司产销稳步提升	21
图表 42: 公司产销比不断上行	21
图表 43: 2023 年公司各项成本占比	22
图表 44: 公司成本拆分	22
图表 45: 重庆非居民用天然气价远低于上海 (元/立方米)	23
图表 46: 公司单吨燃料成本和制造费用下降明显 (元/吨)	23
图表 47: 公司主要产品的核心技术情况	24
图表 48: 重庆基地关键机台及控制系统引进情况	24
图表 49: 公司绑定头部优质客户	25
图表 50: 公司前五大客户销售额及占比	25
图表 51: 2017-2019 年公司前十名客户收入排名	25
图表 52: 公司冲压件产量 3 年 CAGR 达 58.70%	26
图表 53: 公司生产的冲压件产品	26
图表 54: 营收预测表	27
图表 55: 可比公司估值表	28

1. 铝热传输龙头，营收稳步增长

1.1. 深耕铝板带箔十余年，细分领域“排头兵”

上海华峰铝业股份有限公司成立于 2008 年，专注于高端热传输铝板带箔材料细分领域，成为国内高端热传输铝板带箔材料龙头。公司发展历程可以分为三个阶段：

① **2008–2017 年：专一方向，两地布局，三期项目。**2008 年 7 月，公司在上海注册成立并开始筹建“年产 8 万吨铝合金复合材料项目”；2013 年，公司在上海开始筹建二期项目“年产 5 万吨民用空调铝合金复合材料项目”；2017 年 12 月，公司出资收购重庆华峰 100% 股份，开始进行“年产 20 万吨铝板带箔项目”建设。

② **2018–2021 年：铝热传输龙头，专精特新小巨人。**2018 年公司铝热传输材料的产量、销量、市场占有率位于国内首位，同年获得 2018 年中国铝箔材十强企业。2020 年 9 月在上交所上市，2021 年获得国家级“专精特新小巨人企业”。

③ **2022 年–至今：重庆二期增新产，年度业绩创新高。**2022 年公司在重庆投资建设二期年产 15 万吨新能源汽车用高端铝板带箔项目，投产后预计合计产能 50 万吨，同年获得国家级“制造业单项冠军示范企业”称号。2023 年实现营收 92.9 亿元（yoy+8.7%），归母净利润 9.0 亿元（yoy+35.1%），业绩再创新高。

图表 1：公司发展历史

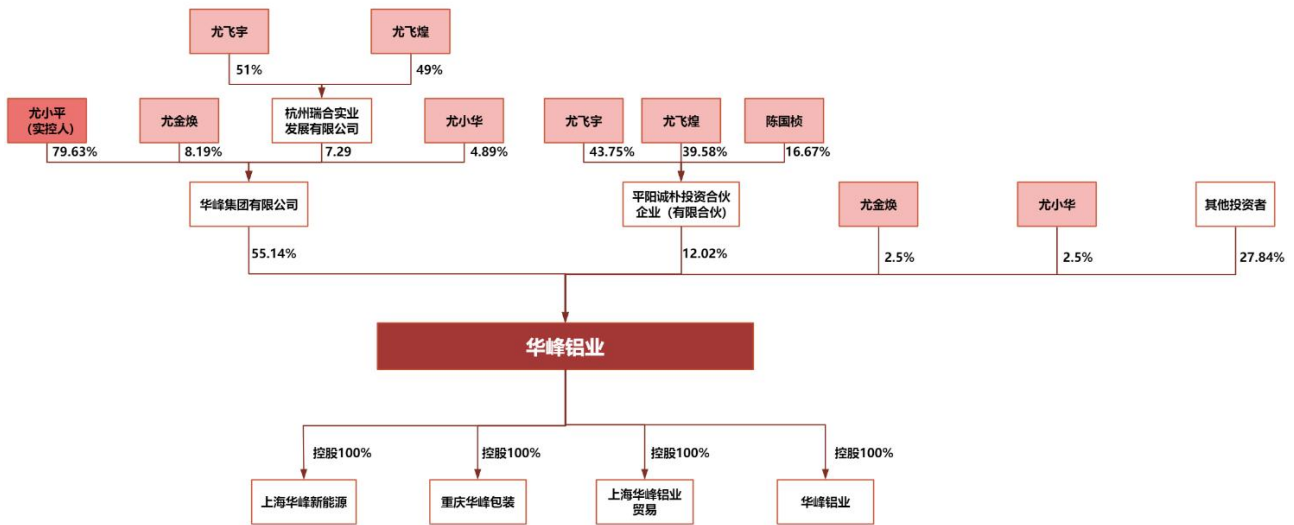


资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司年报，华源证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，母公司优势赋能

实控人持股公司 44%股份，母公司为国内新材料领军企业华峰集团。公司控股股东为国内新材料领军企业华峰集团，持有公司 55.14%股权，华峰铝业也成为华峰集团第三家 A 股上市公司。尤小平先生通过华峰集团间接持股 44%；华峰集团董事尤金焕直接及间接持股 7%，尤小华直接及间接持股 5.2%，两人与尤小平系兄弟关系；平阳诚朴投资公司（尤小平之子尤飞宇、尤飞煌及尤小华配偶弟弟陈国桢分别持股 44%、40%与 17%）持股公司 12%，公司股权结构稳定。

图表 2：股权结构（截止至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司两大产业基地侧重不同，各自发挥差异优势。上海基地重点辐射东部及海外市场，以国际高端配套客户、高技术附加值产品、实验性新产品为引领。重庆基地具有后发设备优势，重点辐射中国中西部市场，以全系列、全覆盖产品，规模化生产，发挥产能优势和成本优势。两大产业基地均设置全产业链设备，大部分主要产品均可实现两地替代生产，在遭遇紧急突发状况时，可实现更强的计划调拨灵活性和规避风险的能力。

图表 3：公司生产基地分布图

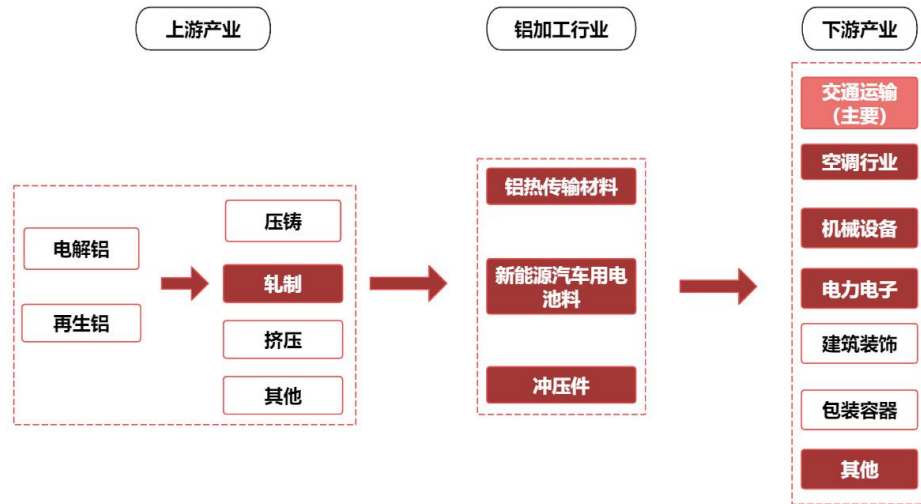
	上海基地	重庆基地
产能	14-15万吨	重庆一期20万吨 重庆二期15万吨
优势	工艺成熟、技术人才集中，以国际高端配套客户、高技术附加值产品、实验性新产品为引领，形成具有现代化示范效力的标杆工厂	具有后发设备优势，新工厂、新设备、规模大、产能大、成本优，重点辐射中国中西部市场，以全系列、全覆盖产品，规模化生产发挥产能优势和成本优势

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 三大业务全面布局，覆盖下游多线产品

公司主要产品包括热传输领域内各系列、各牌号及各种规格状态的铝合金板带箔材料，按产品的用途主要分为铝热传输材料、新能源汽车用电池料和冲压件。公司通过采购上游电解铝（主要是铝锭）经过熔铸、轧制或挤压、表面处理等多种工艺及流程生产出各种铝材。广泛应用于汽车、工程机械、电站和家用商用空调热交换系统，以及用于制作新能源汽车动力电池外壳。

图表 4：铝热材料产业链



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 5：公司主营产品

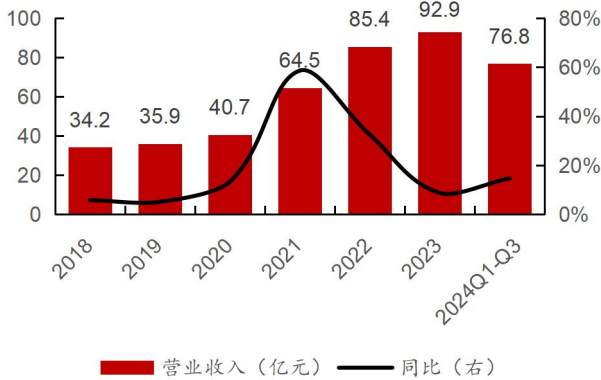
应用领域	产品	零部件	图片	应用领域	产品	零部件	图片		
传统乘用车与商用车用	散热器	管料翅片侧板		新能源汽车用	电池冷却器	管板			
		主板				盖板			
	空冷中冷器	管料翅片侧板				低温散热器		管料	
		主板			翅片				
	水冷中冷器	管板管料			水冷板		侧板		
		翅片					主板		
	油冷器	管板			电池产品	水室			
		外翅片				电池壳			
		内翅片				电池冷却管			
	平行流冷凝器	主板			液冷板	电池箔			
翅片		铝塑膜							
折叠管		冷却板							
水冷冷凝器	管板		5G基站与大数据服务器	机柜空调冷凝器					
	翅片					集流管			
平行流蒸发器	主板					大数据服务器冷却用	翅片		
	D型管						折叠管		
	翅片		内翅管						
层叠式蒸发器	管板		板件	翅片					
	翅片								
暖风	主板								
	翅片								
	高频管								
		B型管							

资料来源：公司官网，华源证券研究所

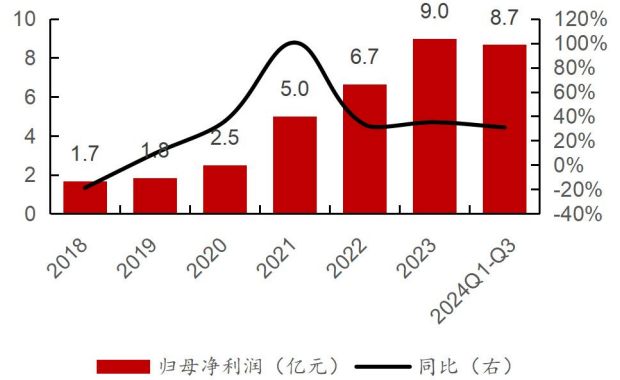
1.4. 营收净利高速增长，净利率行业领先

下游景气传导 & 新市场开拓，营收净利持续高增长趋势。2018年-2023年公司营业收入由34.2亿元提升至92.9亿元，5年CAGR达22.12%，主要源于公司产能的不断提升、新能源产品的放量与下游市场的需求旺盛；2024前三季度实现营收76.8亿元，同比+14.70%，维持增长态势。2018年-2023年公司归母净利润由1.7亿元提升至9亿元，5年CAGR达39.56%，主要受益主业营收增长和公司盈利能力的提升；2024前三季度实现归母净利润8.7亿元，同比+30.81%，延续增长势头。

图表 6：公司营收实现稳步增长



图表 7：公司归母净利润实现稳步增长

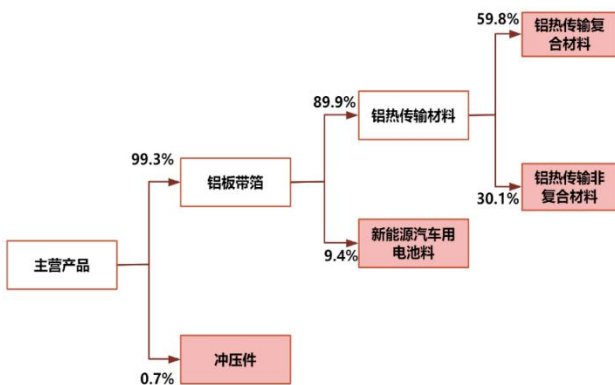


资料来源：公司公告，华源证券研究所

资料来源：公司公告，华源证券研究所

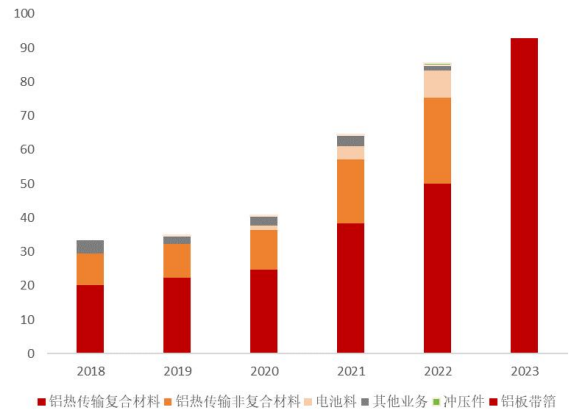
新能源汽车用电池料翻倍式增长，铝热传输复合材料贡献近九成营收。2022年，铝热传输复合材料、铝热传输非复合材料、新能源汽车用电池料和冲压件产品分别实现营收50.09亿元、25.24亿元、7.91亿元、0.55亿元。新能源汽车用电池料营收从2020年的1.3亿元增长至2022年的7.9亿元，两年CAGR达156.58%，迎来翻倍增长。

图表 8：公司主营产品 2022 年营收占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

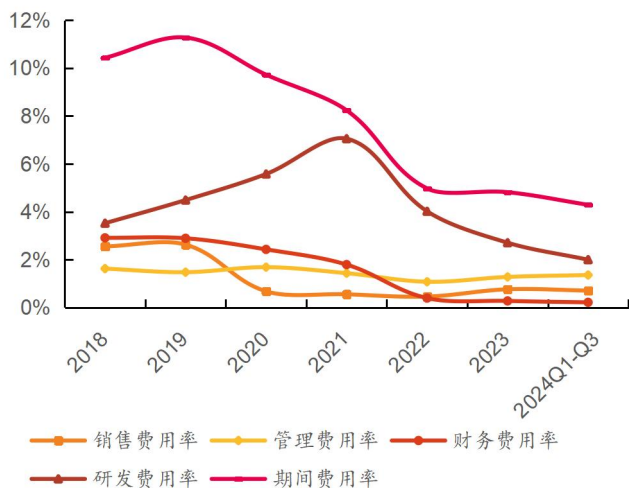
图表 9：公司主营产品结构 (亿元)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

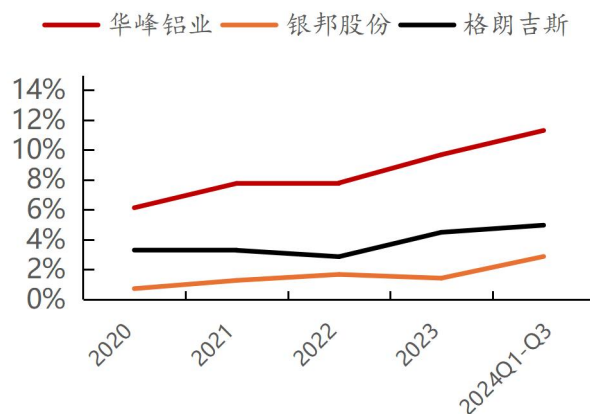
整体费用率持续下降，净利率同行业领先。2018年-2024前三季度，公司期间整体费用率从10.4%持续下降至4.3%，其中销售费用和财务费用率维持较低水平，而研发费率长期维持在营业收入的3%左右。由于公司专注于高端铝制品且紧跟下游市场发展不断推出新产品，净利率持续保持在同行业中排名靠前。

图表 10：公司期间费用持续下降



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：公司净利率同行业领先



资料来源：公司公告，华源证券研究所

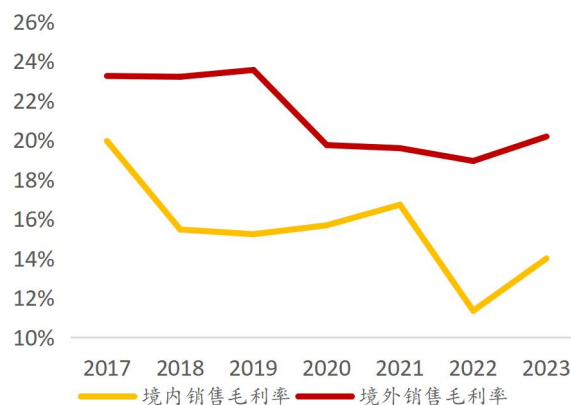
境外收入增速快，毛利率高于境内。公司出口业务营收占总营收比例一直维持在1/3左右，境外销售收入增速较为明显，从2018年的10.13亿元增长至2023年的27.02亿元，5年CAGR达21.68%。境外产品销售毛利率近六年平均值为21.21%，明显高于境内毛利率均值15.49%。

图表 12：境外销售收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：公司境内境外毛利率对比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

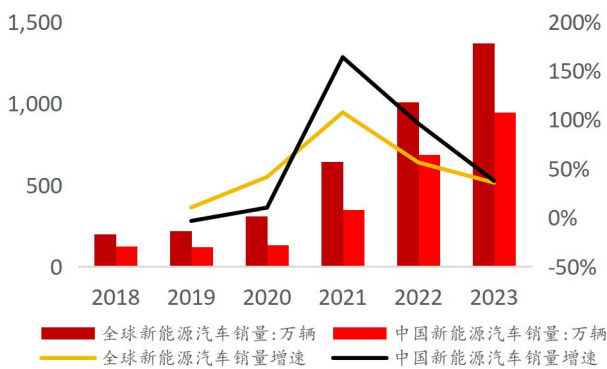
2. 铝热传输材料：新能源汽车需求持续发力，储能+液冷+空调市场方兴未艾

2.1. 新能源汽车：行业持续景气，成为铝热材料需求主要贡献者

2.1.1. 新能源汽车持续增长，出口&无人驾驶提供新增量

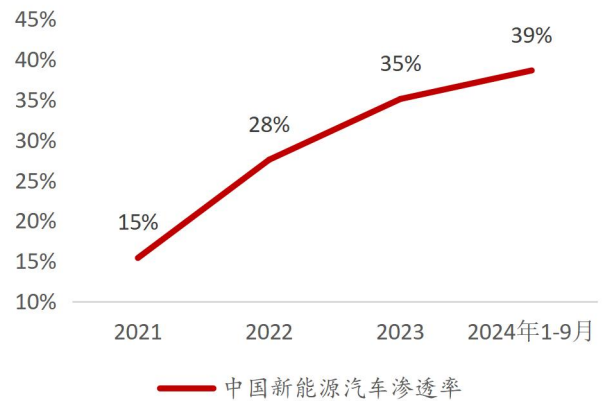
电动化大势不改，全球新能源汽车销量持续增长，拉动铝热材料需求释放。新能源汽车是铝热材料重要的下游应用，全球新能源汽车销量从2018年的199万辆增长至2023年的1367万辆，5年CAGR达47.09%。中国新能源汽车销量也在过去五年期间迎来快速增长，从2018年的125万辆增长至2023年的945万辆，5年CAGR达49.94%。中国新能源汽车渗透率也从2021年的15%快速增长至2024年前三季度的38.6%。

图表 14：中国与全球新能源汽车销量逐年提升



资料来源：iFind，华源证券研究所

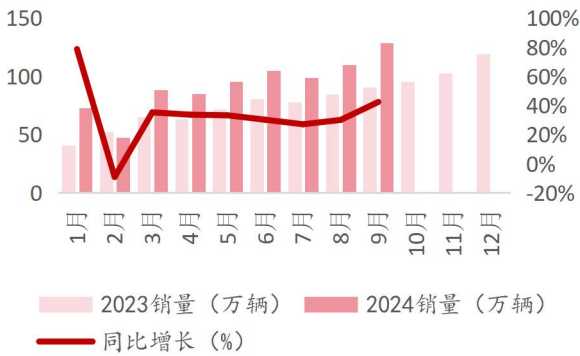
图表 15：中国新能源汽车渗透率逐年提升



资料来源：iFind，华源证券研究（注：2024年数据为截至9月份的前9个月平均数据）

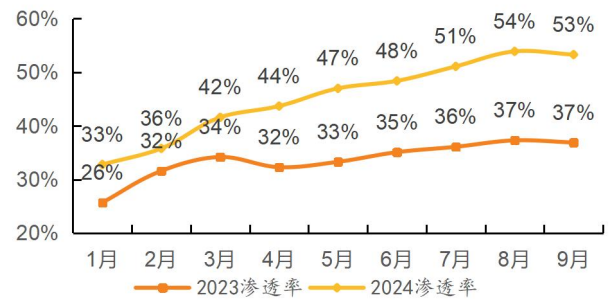
热门车型持续推出&政策护航，2024年国内新能源汽车销量有望保持高增。2024年上半年国内新能源汽车产销保持高增，渗透率持续提升。根据中汽协数据，2024年上半年，国内新能源汽车产销分别完成492.9万辆和494.4万辆，同比分别增长30.1%和32.0%，市场占有率达到35.2%。随着小米、华为鸿蒙智行系列等热门车型的不断推出，产品矩阵不断丰富叠加产品力提升，真实消费需求有望得到刺激和释放。此外，商务部、财政部等7部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确自文件印发之日起至2024年年底，对个人消费者报废符合条件的旧车，并购买符合条件的新能源汽车或节能型汽车的，给予一次性定额补贴，有望带动新能源汽车增、换购需求。

图表 16: 国内新能源汽车销量稳步提升



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 17: 国内新能源汽车渗透率稳步提升



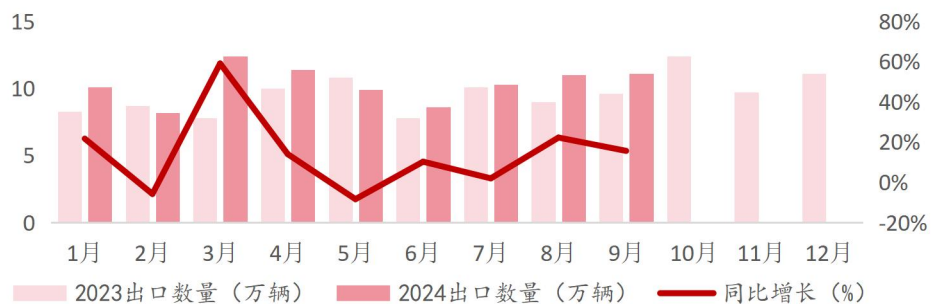
资料来源: iFind, 华源证券研究所

新能源汽车出口稳定增长, 插混汽车提供新增量。根据中汽协数据, 2024 年上半年新能源汽车累计出口 60.5 万辆, 同比增长 13.2%。其中, 纯电动汽车出口 47.8 万辆, 同比下降 2.3%; 插混汽车出口 12.7 万辆, 同比增长 180%。6 月, 纯电动汽车出口 6.3 万辆, 同比下降 5.3%; 插混汽车出口 2.2 万辆, 同比增长 110%, 环比增长 2.1%。

无人驾驶出租车行业增长明显。百度今年第一季度财报显示, 报告期内萝卜快跑供应的自动驾驶订单约 82.6 万单, 同比增长 25%, 在财报电话会上, 李彦宏称第一季度武汉全无人驾驶订单比例已超 55%, 并在 4 月份继续上升至 70%, 预计未来几个季度将快速上升至 100%。根据新浪科技报道, 萝卜快跑已经于 11 个城市开放载人测试运营服务, 并且在北京、武汉、重庆、深圳、上海开展全无人自动驾驶出行服务测试。

无人驾驶出租车商业化能力强, 有望给新能源汽车带来持续增量。根据腾讯网智车说报道, 萝卜快跑由广汽埃安 LX、威马 W6、北汽极狐 αT、江铃颐驰 06 等车型进行改造, 均为新能源车型。根据 21 世纪经济报道, 从价格来看, 萝卜快跑里程单价仅为普通网约车平台的四分之三, 包含暂时优惠后甚至能达到网约车的一半。萝卜快跑在商业化方面, 5 月的百度 APOLLO Day 2024 上, 百度自动驾驶业务部总经理陈卓介绍了萝卜快跑第六代无人车颐驰 06, 相较于上一代无人车, 第六代无人车成本降低了 60%, 单价 20.47 万元。预计随着技术成熟, 凭借价格优势, 未来无人驾驶出租车规模有望快速增长, 带动汽车销售增量。

图表 18: 2023-2024 年 9 月中国新能源汽车出口及增速

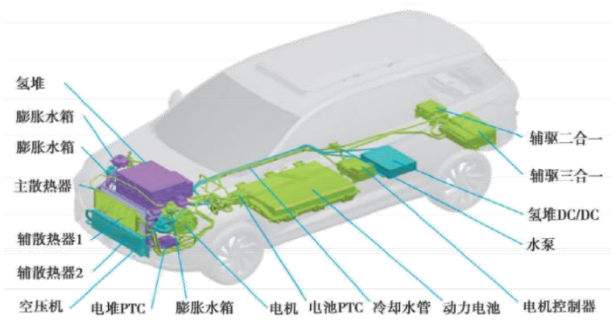


资料来源: iFind, 华源证券研究所

2.1.2. 新能源汽车：单车铝热材料用量翻倍，贡献国内核心需求

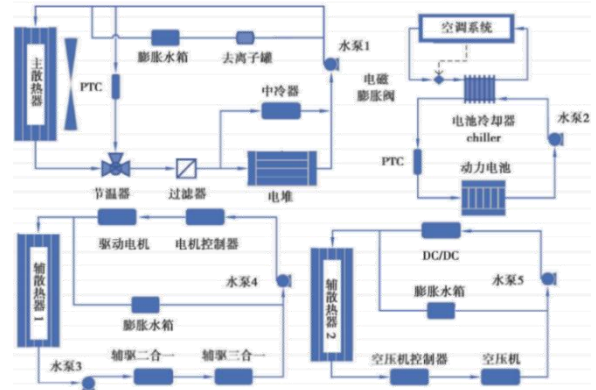
热管理系统是新能源汽车整车性能与安全的核心。对于新能源汽车而言，用户的里程焦虑和电池热失控起火爆炸一直是行业的焦点问题，热管理系统效率和电池热管理性能的高低，直接影响车辆续航里程和电池安全性。电动汽车冬季制热时没有发动机余热可以利用，尤其在冬季低温工况下，热管理系统制热模式的开启会对新能源汽车续航里程造成极其严重的影响。

图表 19：整车热管理系统实车环境三维模型



资料来源：《燃料电池汽车整车热管理系统设计与仿真分析》卢焯华、王良旭等，华源证券研究

图表 20：整车热管理方案工作原理图



资料来源：《燃料电池汽车整车热管理系统设计与仿真分析》卢焯华、王良旭等，华源证券研究

新能源汽车与传统汽车的热管理系统存在较大差异，热管理价值量提升显著。新能源汽车热管理系统在原来空调系列、动力总成系列的基础上增加了电池热管理模块、电机电控热管理、能量流智能控制及智能运维保障三个领域，包括电动压缩机、电子水泵、电池冷却器、电子膨胀阀、膨胀水壶、温度传感器、高压 PTC 水加热器、回路阀件、电池冷板等零部件及水回路集成及控制。此外，从单车价值量与用铝量出发：

①**新能源热管理单车价值量较传统燃油车提高 2-3 倍。**根据华经产业研究院数据，传统燃油车热管理系统单车价值量约 2230 元，而新能源热管理单车价值量约 6410 元。

②**新能源汽车单车铝热材料用量较传统燃油车增加 1 倍。**据银邦股份招股说明书数据，传统汽车热交换器所需铝合金复合材料 10.12kg。根据公司披露的 2021 年 9 月投资者调研纪要，新能源汽车铝热传输材料用量 20kg 左右。

图表 21：传统及新能源汽车热管理部件单车价值量对比

传统乘用车热管理部件	价值量(元)	新能源乘用车热管理部件	价值量(元)
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统	1500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2230	合计	6410

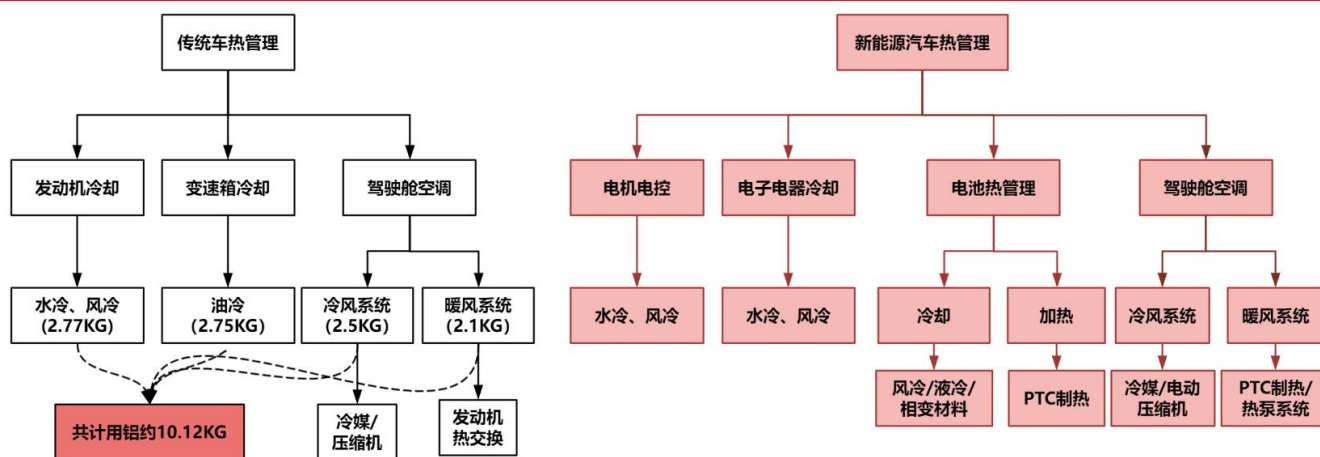
资料来源：华经产业研究院，华源证券研究

图表 22：传统燃油车热管理系统单车价值量

	部件	用量 (kg)
水箱散热器	波浪带	0.9
	冷却管坯带	1.4
	主片	0.22
	侧片	0.23
	拉条	0.02
	小计	2.77
空调器	冷凝器波浪带	2.5
	蒸发器波浪带	1.5
	暖风机	0.6
	小计	4.6
机油冷却器	油路板料	0.25
中冷器	主板、波浪带翅片	2.5
	合计	10.12

资料来源：银邦股份招股说明书，华源证券研究

图表 23：传统车与新能源汽车热管理系统对比



资料来源：《新能源汽车热管理技术发展趋势分析》朱培培、臧金环，银邦股份招股说明书，华源证券研究所

根据我们测算，2023-2026 年全球新能源汽车行业用铝热材料需求量预计达 27.3/32.2/37.8/46.0 万吨，CAGR 为 18.92%；国内需求量对应 18.9/22.4/27.0/33.0 万吨，CAGR 为 20.42%。

图表 24：全球及中国新能源汽车用铝热材料需求量测算

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
全球						
全球新能源汽车销量 (万辆)	644.2	1,007.3	1,367.5	1,610.0	1,890.0	2,300.0
yoy		56.37%	35.75%	17.74%	17.39%	21.69%
新能源单车用铝热材料 (kg/辆)	20	20	20	20	20	20
新能源汽车用铝热材料总量 (万吨)	12.88	20.15	27.35	32.20	37.80	46.00
yoy		56.37%	35.75%	17.74%	17.39%	21.69%
中国						
中国新能源汽车销量 (万辆)	350.7	687.2	944.8	1,120.0	1,350.0	1,650.0
yoy		95.95%	37.49%	18.54%	20.54%	22.22%
新能源单车用铝热材料 (kg/辆)	20	20	20	20	20	20
新能源汽车用铝热材料总量 (万吨)	7.01	13.74	18.90	22.40	27.00	33.00
yoy		95.95%	37.49%	18.54%	20.54%	22.22%

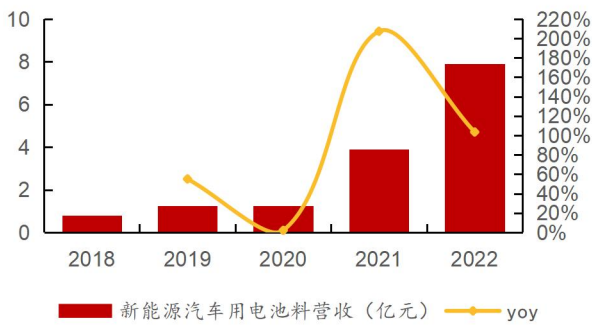
资料来源：TrendForce，乘联会，EV Sales，前瞻产业研究院，中汽协，IDC，公司公告，华源证券研究所

2.1.3. 电池料业务翻倍增长，刀片水冷双星闪耀

公司全面覆盖新能源汽车热交换产品线，成功打造刀片电池料、水冷板料两大明星产品。公司产品的主要应用场景为汽车的热交换系统（水箱散热器、中冷器、油冷器、空调系统等），以及用于制作新能源汽车动力电池相关多类组成部件（电池壳、正极箔、铝塑膜、水冷板等）。截止目前，公司已累计开发新能源客户百余家，其中条形电池用铝带材与水冷板铝材产品以其优良稳定的品质表现，在刀片电池市场、汽车水冷板市场具备较强竞争优势，业务增量、增速明显，已成为公司新能源业务的拳头产品。

新能源汽车用电池料业务营收翻倍式增长，4年CAGR达73.25%。公司新能源汽车用电池料业务营收从2018年的0.8亿元，增长至2022年的7.91亿元，在2021、2022年均实现翻倍式增长。随着重庆二期项目的开工与后续持续放量，有望持续高速增长。

图表 25：公司新能源汽车用电池料营收不断提升



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 26：公司新能源汽车用产品

应用领域	产品	零部件	图片
新能源汽车用	电池冷却器	管板	
		盖板	
	低温散热器	管料	
		翅片	
		侧板	
		主板	
		水室	
	水冷板	水冷板	
	电池产品	电池壳 电池冷却管 电池箱 铝塑膜	

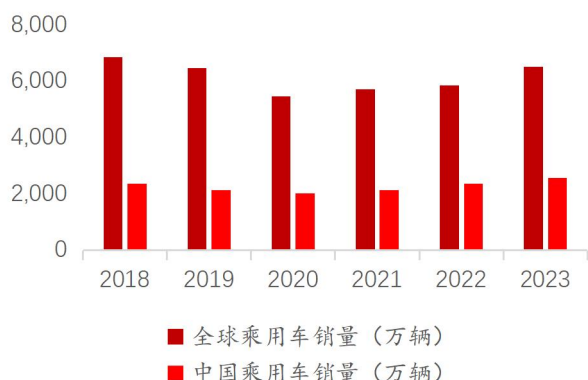
资料来源：公司官网，华源证券研究

2.2. 燃油车：出海打造新增量，汽车售后市场稳步增长

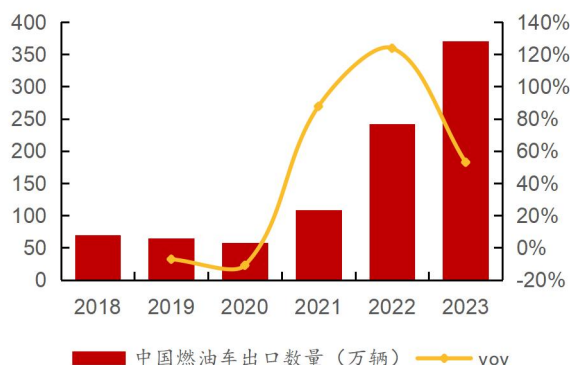
传统乘用车销量V型反转，2020年后拐点出现。全球和中国乘用车销量从2018年到2019年出现连续负增长后，2020年拐点出现，此后全球和中国乘用车销量均实现稳步增长，分别从2020年的5474万辆和2018万辆增长至2023年的6527万辆和2579万辆，3年CAGR达6.04%和8.53%。

燃油车出海打造新增量，俄罗斯成为重要出口地区。中国燃油车出口数量从2020年的57.7万辆增长至2023年的370.7万辆，3年CAGR达85.90%，其中对俄罗斯的出口实现大幅度增长。2022年对俄出口燃油车达到16.3万辆，2023年增长459%至91万辆。

根据测算，到2026年中国燃油新车所需铝热传输材料达22.45万吨，2023年-2026年CAGR达16.46%。

图表 27：全球和国内乘用车销量


资料来源：iFind，华源证券研究

图表 28：中国燃油车出口量稳步提升


资料来源：中国汽车流通协会，人民日报，华源证券研究

汽车售后配件市场稳定增长，市场空间逐步打开。配件市场中最主要的是水箱和冷凝器在所有热交换系统中属于汽车易损件。一般水箱的寿命为 5 年，在沙漠、寒冷地区的使用寿命甚至往往只有 1 年。

①**水箱：**根据银邦股份的数据，每年全球约有 5% 的汽车需要更换水箱，平均每个水箱使用铝合金复合材料的重量为 2.77 千克，按 2023 年中国汽车保有量 3.36 亿辆计算，每年的汽车配件市场需求量为 4.65 万吨。

②**冷凝板：**跟水箱相比，冷凝器的使用寿命要长一些，但是由于冷凝器位于车头的最前端，车辆受冲击时最容易受损的就是冷凝器，根据银邦股份招股说明书数据，每年有 1% 的汽车需要更换冷凝器，平均每个冷凝器使用铝合金复合材料的重量为 2.5 千克，按 2023 年中国汽车保有量 3.36 亿辆计算，每年的汽车配件市场需求量为 0.84 万吨。

根据测算，到 2026 年中国汽车热交换器维修市场的规模约为 16.2 亿元，2023–2026 年 CAGR 达 5.66%。

图表 29：中国燃油车新车及中国维修市场铝热材料需求量测算

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
燃油车新车市场						
燃油车销量 (万辆)	1,716.0	1,486.9	1,404.3	1,950.0	2,079.7	2,218.0
铝热传输材料单车用量 (kg/辆)	10.12	10.12	10.12	10.12	10.12	10.12
燃油车合计用量 (万吨)	17.37	15.05	14.21	19.73	21.05	22.45
yoy		-13.35%	-5.56%	38.86%	6.65%	6.65%
维修市场						
中国汽车保有量 (亿辆)	3.02	3.19	3.36	3.54	3.74	3.96
水箱替换比例	5%	5%	5%	5%	5%	5%
铝热传输材料单个水箱用量 (kg)	2.77	2.77	2.77	2.77	2.77	2.77
冷凝器替换比例	1%	1%	1%	1%	1%	1%
铝热传输材料单个冷凝器用量 (kg)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
维保市场合计用量 (万吨)	4.94	5.22	5.49	5.79	6.11	6.48
yoy		5.63%	5.33%	5.48%	5.50%	6.00%
单价 (元/吨)	25000	25000	25000	25000	25000	25000
市场空间 (亿元)	12.34	13.04	13.73	14.49	15.28	16.20

资料来源：公安部，乘联会，银邦股份招股说明书等，华源证券研究所

2.3. 增量市场：电力储能潮头立，数据中心液冷起，空调“铝代铜”可期

2.3.1. 新型储能市场迎来快速增长，铝热材料新需求有望释放

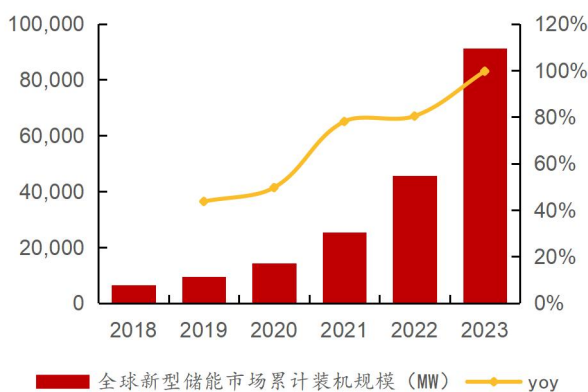
电力需求催生储能行业发展。我国正处于工业高速发展的时期，各行业都离不开电力的支持，工业生产和居民生活的用电需求量快速升高，从而造成电力消耗的昼夜峰谷差日益增大，负荷曲线峰谷越来越大。而现电力储能行业主要分为两种储能方式：

①**抽水蓄能**：作为比较传统的方式，它利用水作为储能介质，通过在电力需求低谷时使用多余的电能将水抽到高位水库，在电力需求高峰时放水发电，从而实现电能的储存和释放。

②**新型储能**：主要包括电化学储能（如锂离子电池、液流电池）、压缩空气储能、飞轮储能、氢储能、热（冷）储能等。与抽水蓄能相比，具有更高的能量密度和灵活性，能够更好地适应现代电力系统的需求。

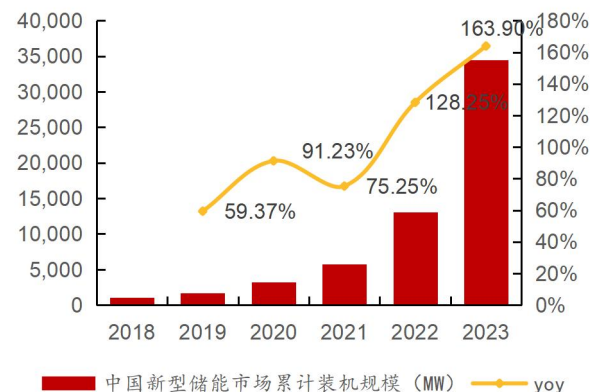
新型储能市场迎来快速增长，中国新型储能市场 5 年 CAGR 达 100.21%。根据中关村储能产业技术联盟(CNESA)数据，全球新型储能装机规模从 2018 年的 6625.4MW 至 2023 年的 91325.8MW，5 年 CAGR 达 69%。中国市场从 2018 年的 1072.7MW 至 2023 年的 34509.1MW，5 年 CAGR 达 100.21%。

图表 30：全球新型储能市场累计装机规模（MW）



资料来源：CNESA，华源证券研究

图表 31：中国新型储能市场累计装机规模（MW）



资料来源：CNESA，华源证券研究

新型储能系统的核心是电池组件，铝热传输材料是电池组件的重要部分。在新型储能系统中，铝制品主要应用于电池组件的制造，尤其是在电化学储能技术中。铝因其轻质、良好的导电性以及较高的化学稳定性，常被用于电池的外壳、电极材料或连接件等部分。例如，在锂离子电池中，铝箔常作为正极集流体的材料，而电池的外壳也会使用铝合金制造。此外，铝材料也用于制造电池管理系统（BMS）和能量管理系统（EMS）中的电子元件。

图表 32: 储能集成系统 PowerTitan 2.0

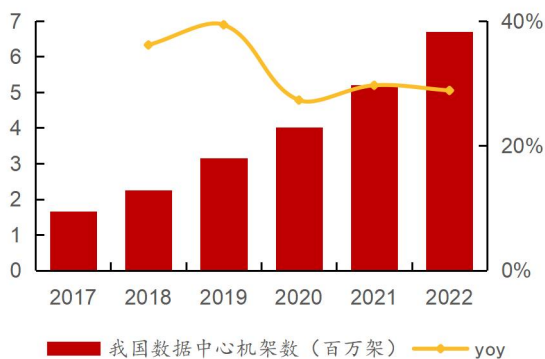


资料来源: 阳光电源官网, 华源证券研究所

2.3.2. 算力需求受益 AI 产业增速强劲, 液冷系统渗透率空间广阔

数据中心算力提升, 驱动散热需求。伴随数据中心计算业务量快速增长, 传统的数据中心网络越来越难以提供支持云计算、边缘计算等所需的延迟, 为更好承载数据处理需求, 充分发挥数据中心的规模效益, 降低业务部署成本和维护成本, 大规模及超大规模数据中心已成为新建数据中心的首选。随着数据中心规模扩大, 算力和功率密度节节攀升, 支撑 IT 设备运行的能耗也相应飞速提高。与数据运算、存储、交换高能耗相伴的是设备较大的产热量, IT 设备将 99% 以上的电能转换为热能, 而其中 70% 的热能需数据中心通过散热冷却系统移除, 进一步增加了数据中心的用电消耗。

图表 33: 国内数据中心机架规模



资料来源: 《绿色高效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》陈心拓、周黎昞等, 华源证券研究

图表 34: 国内数据中心用电消耗量

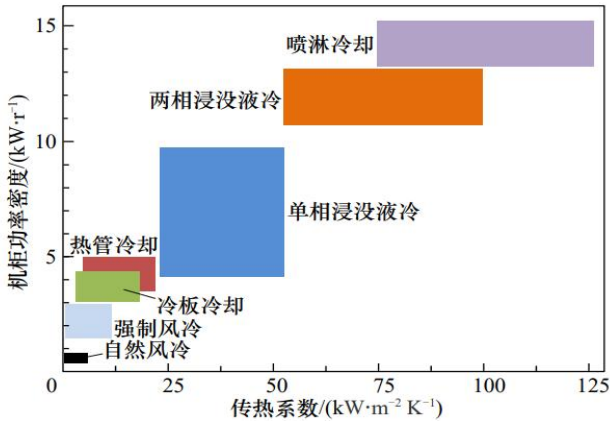


资料来源: 《绿色高效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》陈心拓、周黎昞等, 华源证券研究

风冷散热较为有限, 适合小微型数据中心。风冷是将冷空气送至 IT 设备进行换热的冷却方式, 在信息技术产业起步阶段起到较大作用。当时未明确数据中心概念, 普遍被称为计算机房或计算机中心, 业务少、规模小, 计算机的数据处理能力低, 机柜功率在 1~2 kW/r ,

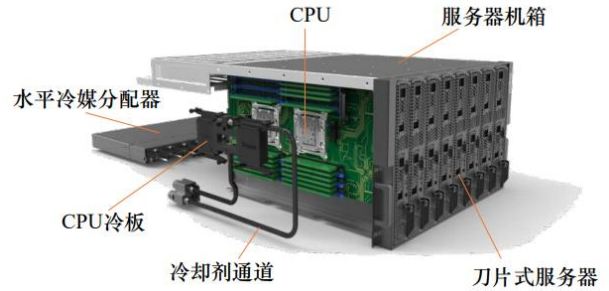
风冷是当时最适合小微型数据中心的冷却方式。**液冷散热效果较风冷大幅度提升**，风冷技术使用的冷却介质为空气，其热导率低，而液体的热导率较气体可提高一个数量级，理论上可将传热速率提高，可满足高功率密度机柜的散热冷却要求。

图表 35：冷却类型与传热能力对比



资料来源：《绿色高效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》陈心拓、周黎旻等，华源证券研究

图表 36：数据中心用冷板冷却示意图



资料来源：《绿色高效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》陈心拓、周黎旻等，华源证券研究

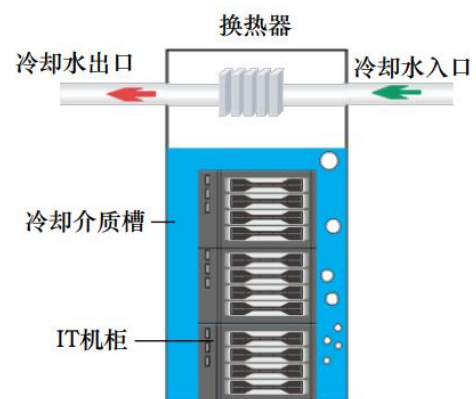
铝热材料在液冷系统中起关键作用。在液冷系统中，铝热材料因其良好的热传导性、强度和耐腐蚀性而被广泛应用。铝热传输材料通常用于制造液冷板和其他热传导装置。这些材料能够提供高效的热交换性能，是液冷系统核心部件的重要组成部分。其中液冷板是液冷系统的关键部件，它们通过冷却液在通道中循环流动来传递多余热量，实现冷却。全液冷冷板系统能够实现接近 100% 的热捕获率，显著降低数据中心的 PUE。

图表 37：公司大数据服务器相关产品

应用领域	产品	零部件	图片
5G基站与大数据服务器	液冷板	冷却板	
	机柜空调冷凝器	集流管	
		翅片	
		折叠管	
大数据服务器冷却用	板件		
	翅片		

资料来源：公司官网，华源证券研究

图表 38：两相浸没液冷示意图



资料来源：《绿色高效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》陈心拓、周黎旻等，华源证券研究

2.3.3. 国外空调铝代铜趋势明显，国内市场替代可期

“铝代铜”在家电和汽车行业进展明显，国外空调企业已进入规模化应用。目前冰箱行业，几乎已经 100%采用铝换热器；汽车空调上，也已经 100%实现了全铝微通道换热器；甚至在汽车充电线束上，也使用了铝导体方案，例如小米 SU7 使用的就是铝线充电线束，在小米汽车的官方回应中还提到，绝大部分新能源汽车主机厂都使用铝导体方案。在空调行业，国外很多企业使用“铝代铜”技术的产品都已经开始规模化生产，日本的大金、日立、三菱，韩国的 LG、三星，美国的雷诺士、特灵、开利等空调企业在近年来均推出全铝换热器的空调室内外机。

“铝代铜”替代趋势重点在于技术成熟度和终端用户接受度。当前，铝制换热器的性能持续升级后显现优势。一方面，铝管材换热性能衰减明显低于铜管，同时铝管材抗蚁穴腐蚀性效果明显。另一方面，随着研发成果的迭代，在以微通道换热器为代表的铝应用技术路线中，铝制品的换热效率大幅提升，克服铝导热系数较低的负面影响。未来，随着产业化进一步推动，以及消费者对“铝代铜”的认知和接受度提高，终端替代应用有望逐步打开。

3. 铝热行业：行业产能扩张持续验证景气度，公司产销比印证去库存化良好

行业持续扩产验证产业景气度，各铝板带箔加工厂商纷纷加码，在建和拟建项目突破 500 万吨。铝热材料是铝板带箔其中一个应用品类，由于铝板带箔下游市场需求的持续增加，各加工厂商纷纷扩大铝板带箔生产规模。据 My steel 数据显示，2023 年拟建和在建铝板带项目规模达 416 万吨，拟建和在建铝箔项目达 135 万吨，合计铝板带箔项目规模达 551 万吨。根据上海有色网调研数据显示，目前在建的铝板带箔项目几乎都将在 2025 年之前建成，2024 年最为集中，预计有超过 240 万吨新建产能将在 2024 年投产。

竞争格局：格朗吉斯产能领先，公司达产后预打平。根据披露，格朗吉斯当前铝热材料产能为 61 万吨，销量 46 万吨。随着重庆二期项目的逐步投产，预计到 2026 年公司产能达 50-60 万吨，与格朗吉斯基本持平；创新新材铝板带箔产量为 55 万吨，2023 年 4 月，创新新材全资子公司云南创新合金与格朗吉斯达成协议，合资经营云南创格新材料，开展建设年产 32 万吨新能源汽车轻量化铝合金材料项目；银邦股份 23 年铝热材料产量为 20.8 吨，销量为 20.7 吨，规划在淮北建设“年产 35 万吨新能源车用再生低碳铝热传输材料”，项目建设期为 3 年。

图表 39：2023 年在建和拟建铝板带项目

2023年在建和拟建铝板带项目名称	规模(万吨/年)	进度
安徽标兵轻量化铝板带材项目	2.8	在建
包头常铝再生铝板带箔项目	10	在建
华峰铝业重庆板带箔项目	20	在建
江西保太集团铝板带项目	20	拟建
河南明泰板带项目	70	在建
诺贝尔丽镇江工厂汽车板冷轧铝卷项目	27.5	拟建
南山铝业汽车板项目	20	在建
蜀塔二期铝板带项目	10	拟建
云南智铝新材料有限公司高精铝板带项目	20	在建
新疆国祥轻合金铝板带项目	30	拟建
广西百矿润泰铝业年产50万吨铝板带箔项目	40	在建
广西国潮铝业新能源电池铝箔坯料项目	20	在建
广西潮力精密技术有限公司铝板带项目	30	拟建
云南创格新材料科技有限公司	6	拟建
银邦股份再生低碳铝热传输材料项目	35	拟建
内蒙古锦联铝材有限公司易拉罐罐料及汽车板项目	55	拟建
产能合计	416	

资料来源：Mysteel，华源证券研究

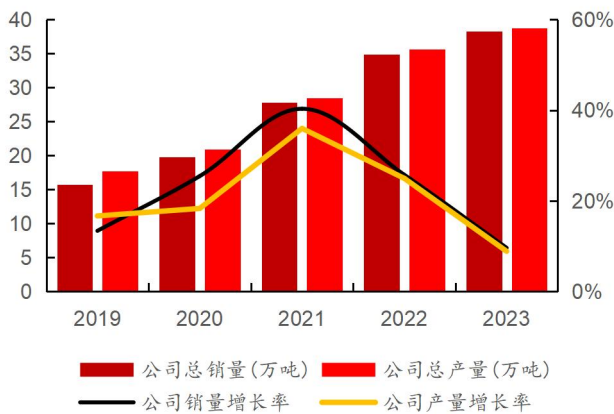
图表 40：2023 年在建和拟建电池箔项目

2023年在建和拟建电池箔项目名称	规模(万吨/年)	进度
江苏鼎胜集团	24	在建
华北铝业	3	在建
浙江永杰新材料股份有限公司	1	在建
东阳光(宜都)	10	在建
安徽中基电池箔科技有限公司	13.2	在建
江苏常铝铝业集团股份有限公司	3	在建
神隆宝鼎新材料有限公司	6	在建
安徽标兵实业有限公司	0.6	在建
贵州贵铝新材料股份有限公司	3	在建
广西潮力精密技术有限公司	20	拟建
兰州新区西北绿色新型铝加工产业园	1	在建
龙鼎铝业	5	在建
安徽永杰铜业(众源新材)	5	在建
青海鲁丰新型材料有限公司	3	在建
天山铝业	20	在建
华峰铝业重庆	0.8	在建
优箔(洛阳)金属材料责任有限公司	15	在建
安徽金誉材料股份有限公司	1	拟建
产能合计	135	

资料来源：Mysteel，华源证券研究

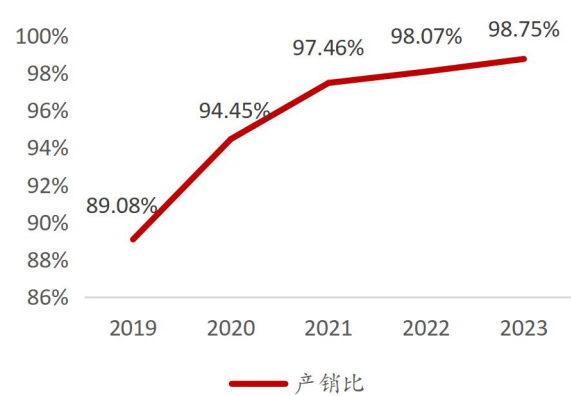
公司产销量持续扩大，产销比印证去库存化良好。公司总产量由 2019 年的 17.71 万吨提升至 2023 年的 38.76 万吨，4 年 CAGR 达 21.63%。同时，公司产销比自 2019 年以来不断升高，至 2023 年已达到 98.75%，侧面印证下游需求旺盛和公司去库存化良好。

图表 41：公司产销稳步提升



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 42：公司产销比不断上行



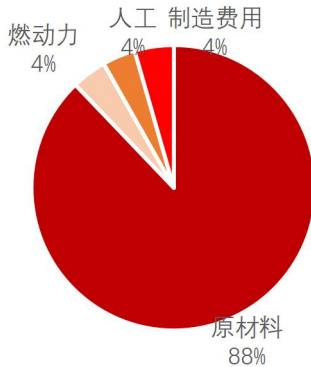
资料来源：公司公告，华源证券研究

4. 强研发+好设备+优质客户三重优势，重庆基地扩产 15 万吨提供新增量

4.1. 重庆基地区位优势明显，产能扩张规模效应持续

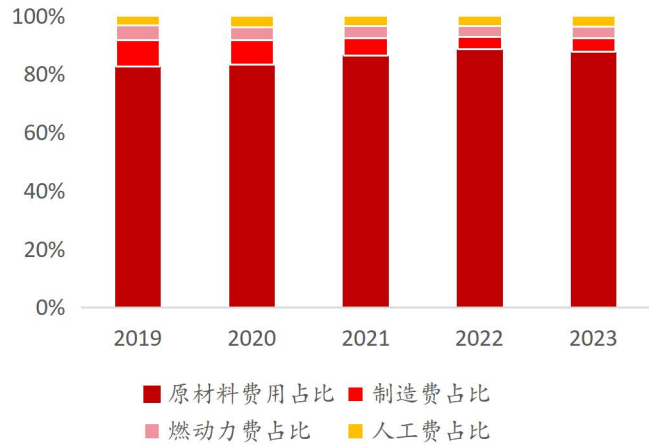
公司成本可以拆分为原材料费、制造费用、人工费和燃动力费。根据 2023 年年报数据，原材料为铝锭和外购半成品，在成本中占比 88%。燃动力费是指在生产铝板带箔过程中发生的天然气、电力、水等消耗的费用，其占成本的 4%。人工费与制造费用均占成本的 4%。

图表 43：2023 年公司各项成本占比



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 44：公司成本拆分



资料来源：公司公告，华源证券研究

充分利用重庆地区的区位优势，降低原材料运输和燃料成本。重庆地区燃气、人工与土地等成本相比较上海更低，根据国家发改委 2022 年各省非居民用天然气价格表显示，重庆天然气价格为 1.54 元/立方米，仅为上海的 74%，处于全国较低水平。重庆地区电价相比上海也优势明显，根据北极星售电网数据显示，2024 年 4 月份重庆地区代理购电价格为 444.74 元/兆瓦时，仅为上海的 85%。2019 年之后，重庆基地一期产能持续提升，公司单吨燃料动力成本不断下降，已从 2019 年的 887.5 元/吨降低至 2023 年的 774.19 元/吨。此外，重庆距离广西和云南等电解铝生产大省距离较近，可以有效降低采购运输成本。

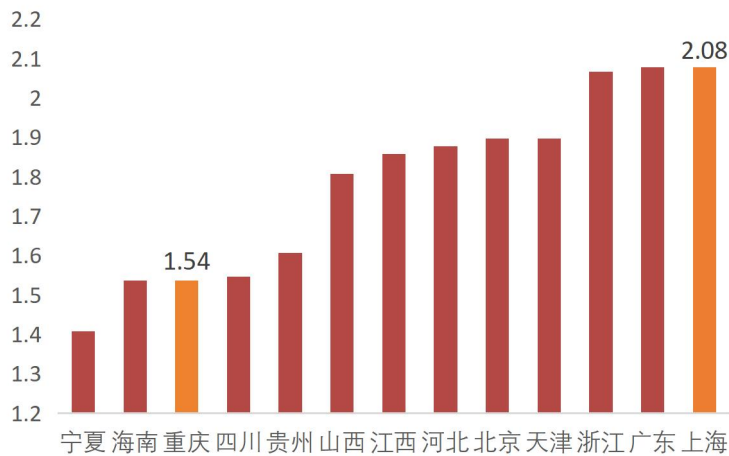
重庆项目引进先进机器“质”“量”双飞，达成后产能提升 39%。2022 年公司在重庆白涛工业园区建设“年产 15 万吨新能源汽车用高端铝板带箔项目”，项目建设期为 3 年，项目主要目的与作用如下：

①**引进先进工艺提高成品率，增加产品技术含量和附加值。**项目将引进 400mm 四机架热精轧机组、高速冷轧机、高速铝箔轧机等先进的铝加工设备和生产工艺，建设高端铝轧制材生产线，控制材料在轧制过程中的成型提高产品质量。

②**提高新能源用铝热材料产能，增强规模效应。**目前公司产量为 38.76 万吨，随着重庆二期项目的投产，预计到 2026 年公司总产能可达 50-60 万吨，较当前产能增加约 39%。

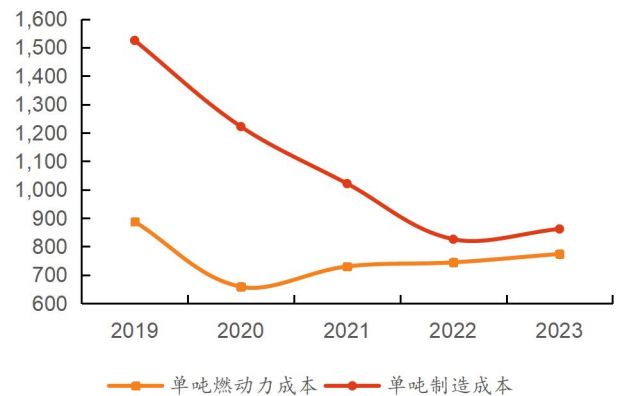
产能扩张规模效应持续，公司单吨制造费用有望继续下降。随着重庆基地一期项目产能的不断提升，公司单位制造成本由 2019 年的 1525 元/吨降低至 2023 年的 862 元/吨。未来随着重庆二期年产 15 万吨新能源汽车用高端铝板带箔项目投产，有望持续降低综合成本。

图表 45：重庆非居民用天然气价远低于上海（元/立方米）



资料来源：国家发改委，华源证券研究

图表 46：公司单吨燃料成本和制造费用下降明显（元/吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究

4.2. 产品研发实力强，优质客户优势明显

关键机台引进国际一流机器，设备水平行业领先。重庆依托新设备后发优势，其关键机台的自动化程度更高，设备的各项技术指标和加工精度均处于行业先进水平，如：铸造机引进美国 Wagstaff 结晶器及油气润滑全套系统、美国 Pyrotek 除气系统；热轧机配备德国进口的三点式凸度仪；冷轧机采用美国进口 AGC/AFC 控制技术；能进一步提升产品轧制板形平整度和分切质量。同时铝箔车间引入国际一流的德国 ACHENBACH（阿亨巴赫）铝箔轧机及配套装置和控制系统，能稳定生产优质电池箔、双零箔等高品质产品。

不断强化自研实力，产品水平处于行业前列。公司自主开发了多项在钎焊、强度、耐腐蚀、抗塌陷性能、导热性等各指标上超越现有传统合金的高品质新品材料，其中主要包括传统汽车用高强水箱用非复合铸轧翅片、多层水中冷器管板料、超薄高强 B 型管材、超薄高

强翅片、绿色低碳合金料等，以及新能源汽车用电池壳材料、高强耐蚀电池水冷板材料、电池冷却器多层管板料和高热导率电驱电控冷却器材料，水平均处于行业前列。

图表 47：公司主要产品的核心技术情况

主要研发材料	下游应用	先进水平
内翅管无钎剂材料	散热器	国际领先
HF3062 高强水箱翅片	汽车水箱	国内领先
油冷器无钎剂材料	汽车油冷器	国际领先
超薄水箱翅片材料	汽车水箱	国内领先
五层复合中冷器管料	汽车中冷器	国内领先
高强多层钎焊式蜂窝板材料	高铁零部件	国际领先
高强耐蚀电池冷却水冷板材料	新能源动力电池	国际领先
高抗塌陷性高耐蚀性冷凝器翅片材料	汽车热交换器	国内领先

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 48：重庆基地关键机台及控制系统引进情况

引进部分	引进机器
铸造机	美国 Wagstaff 结晶器及油气润滑全套系统
	美国 Pyrotek
热轧机	德国进口的三点式凸度仪
冷轧机	美国进口 AGC/AFC 控制技术
铝箔车间	德国 ACHENBACH（阿亨巴赫）铝箔轧机及配套装置和控制系统

资料来源：公司公告，华源证券研究所

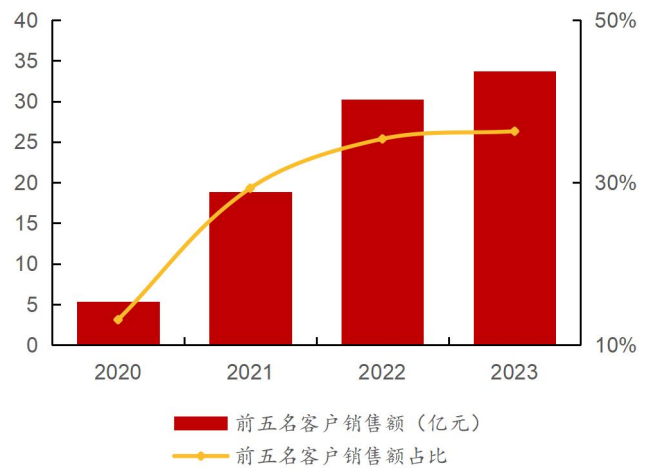
优质客户优势明显，客户粘度不断提高。在热交换领域，公司相当比例的客户是为奔驰、宝马、特斯拉等高端车型配套的世界知名汽配供应商，包括日本电装株式会社（DENSO）、德国 MAHLE Group（马勒集团）、韩国 Hanon Systems Corp.（翰昂集团）等全球知名汽配集团以及三花、银轮和纳百川等新能源领域热交换主流厂商，在新能源汽车动力电池用铝板带箔领域，客户包括比亚迪、三花、银轮、纳百川、纵贯线、科达利、上海紫江、新纶新材等新能源电池行业知名企业。自上市以来，公司前五大客户销售额占比持续走高，从 2020 年的 13.12% 跃升至 2023 年的 36.31%，说明公司客户粘度高，产品受到主要供应商认可。

图表 49：公司绑定头部优质客户

热交换领域客户	新能源汽车动力电池用铝板带箔领域客户
日本电装株式会社	比亚迪
德国 MAHLE Group (马勒集团)	三花
韩国 Hanon Systems Corp. (翰昂集团)	银轮
三花	纳百川
银轮	纵贯线
纳百川	科达利

资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 50：公司前五大客户销售额及占比



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 51：2017-2019 年公司前十名客户收入排名

客户名称	2019年收入排名	2018年收入排名	2017年收入排名
MAHLE Behr GmbH & Co.KG	1	1	1
HANON SYSTEMS CORP	2	2	2
浙江银轮机械股份有限公司	3	4	4
三花控股集团有限公司	4	3	3
日轻(上海)国际贸易有限公司	5	6	26
Modine Manufacturing Company	6	5	7
江苏斗天汽车配件有限公司	7	8	6
TOYOTA TSUSHO CORPORATION	8	9	8
TRAD CO.,LTD	9	13	19
富奥汽车零部件股份有限公司	10	22	28
江苏嘉和热系统股份有限公司	13	18	5
佛山市南海蕾特汽车配件有限公司	15	10	9
BANCO PRODUCTS (INDIA) LTD	18	7	10

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

4.3. 下游冲压件业绩持续增长，有望打造产业一体化优势

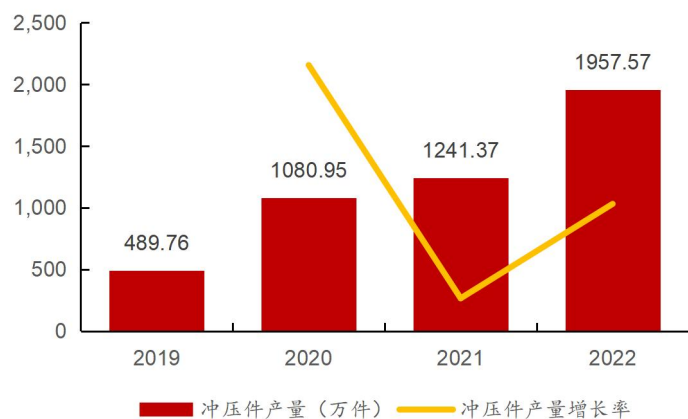
冲压件属于公司现有产品的下游衍生产品。冲压是一种金属加工方法，它是建立在金属塑性变形的基础上，利用模具和冲压设备对板料施加压力，使板料产生塑性变形或分离，从而获得具有一定形状、尺寸和性能的零件。冲压件为铝板带箔经过冲压工艺而形成的满足某

种结构或形状的工件。公司自 2019 年开始生产冲压件，主要用于制造汽车冷却设备等的结构件。

下游需求旺盛，推动冲压件业务扩大，降低上海基地燃料能源成本。当前下游新能源汽车厂商发售新车速度不断加快，对供应链要求持续缩短，以保证供应安全，而公司行业内知名度较高，规模优势明显，产品质量保障强，由此带动公司的下游冲压件业务持续增长。从 2019 年到 2022 年，公司冲压件产量从 489.76 万件提升至 1957.57 万件，3 年 CAGR 达 58.70%。此外，上海基地燃料能源成本较高，冲压件这类深加工业务在上海基地也可以增加规模效应，以降低燃动力成本。

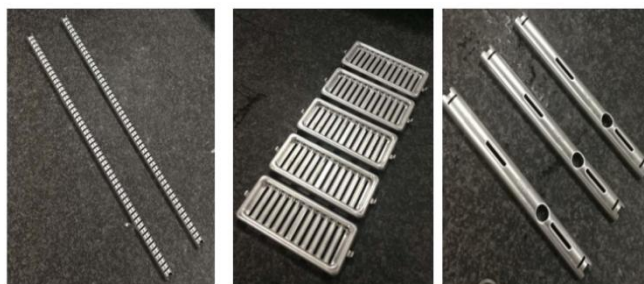
2023 年公司冲压件业务实现新突破，成功按计划完成水冷板冲压机台的安装、调试和量产，并实现包括多个新项目定点，有望后续批量供货，形成中下游产业一体化。

图表 52：公司冲压件产量 3 年 CAGR 达 58.70%



资料来源：公司公告，公司招股说明书，华源证券研究

图表 53：公司生产的冲压件产品



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

5. 盈利预测与评级

作为国内铝热传输材料龙头，受益新能源汽车铝热材料用量增长和传统车出海景气传导，冲压件有望打开第二曲线，储能、数据中心有望赋能远期空间。我们预测公司 2024–2026 年营业收入分别为 118.7/137.1/148.1 亿元，归母净利润分别为 12.1/14.0/16.9 亿元。

图表 54：营收预测表

营收表		2024E	2025E	2026E
1-铝热传输复合材料				
营收	亿元	78.18	92.02	99.10
成本	亿元	62.54	73.62	78.09
毛利	亿元	15.64	18.40	21.01
毛利率	%	20.00%	20.00%	21.20%
2-铝热传输非复合材料				
营收	亿元	37.05	41.44	44.63
成本	亿元	33.34	37.30	39.50
毛利	亿元	3.70	4.14	5.13
毛利率	%	10.00%	10.00%	11.50%
3-冲压件				
营收	亿元	1.17	1.35	2.03
成本	亿元	0.96	1.11	1.62
毛利	亿元	0.21	0.24	0.41
毛利率	%	18.00%	18.00%	20.00%
其他				
营收	亿元	2.30	2.30	2.30
成本	亿元	1.86	1.86	1.86
毛利	亿元	0.44	0.44	0.44
毛利率	%	19.28%	19.28%	19.28%
合计				
营收	亿元	118.7	137.1	148.1
成本	亿元	98.70	113.88	121.07
毛利	亿元	20.0	23.2	27.0
毛利率	%	16.84%	16.95%	18.23%
营收增速	%	28%	16%	8%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们选取鼎盛新材、创新新材作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024–2026 年平均 PE 分别为 17/13/11 倍。公司作为铝热传输行业龙头，受益新能源汽车铝热材料用量增长和传统车出海逻辑，同时冲压件、储能、数据中心有望打开远期成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 55：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2024-11-20	24E	25E	26E	24E	25E	26E
603876.SH	鼎盛新材	9.97	0.52	0.65	0.81	19.27	15.39	12.33
600361.SH	创新新材	4.08	0.30	0.38	0.47	13.73	10.77	8.72
	平均值					16.50	13.08	10.53
601702.SH	华峰铝业	16.27	1.21	1.41	1.69	13.47	11.59	9.64

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，鼎盛新材、创新新材盈利预测来自 wind 一致预期

6. 风险提示

需求波动风险：公司主业需求受下游景气度和宏观等因素影响，存在市场销售的不确定性。

项目建设不及预期风险：公司重庆二期项目处于产能建设爬坡阶段，项目建设不及预期可能会影响其经营增长。

原材料波动风险：公司主要产品的原材料为铝锭，存在价格波动的可能性，进而影响公司的生产成本。

新业务拓展不及预期风险：新能源汽车铝热材料、储能、数据中心作为新拓展产品方向，客户拓展和市场销售若不及预期可能会影响其投产进度，进而影响公司远期经营增长。

市场空间测算偏差的风险：市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	424	512	823	1,088
应收票据及账款	2,700	2,926	3,381	4,056
预付账款	102	108	125	135
其他应收款	1	6	7	7
存货	2,113	2,839	3,276	3,649
其他流动资产	16	115	132	143
流动资产总计	5,356	6,507	7,744	9,079
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,541	1,344	1,161	1,019
在建工程	64	100	100	150
无形资产	170	161	155	149
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	52	54	54	54
非流动资产合计	1,827	1,661	1,470	1,372
资产总计	7,183	8,167	9,214	10,451
短期借款	1,180	1,261	1,026	860
应付票据及账款	465	492	568	604
其他流动负债	812	750	865	921
流动负债合计	2,456	2,502	2,459	2,385
长期借款	51	51	51	51
其他非流动负债	152	152	152	152
非流动负债合计	202	202	202	202
负债合计	2,659	2,705	2,661	2,587
股本	999	999	999	999
资本公积	820	820	820	820
留存收益	2,706	3,644	4,735	6,046
归属母公司权益	4,524	5,463	6,553	7,864
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,525	5,463	6,553	7,864
负债和股东权益合计	7,183	8,167	9,214	10,451

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	899	1,167	1,371	1,659
折旧与摊销	211	241	245	253
财务费用	26	54	50	40
投资损失	6	4	4	4
营运资金变动	-798	-1,098	-735	-978
其他经营现金流	30	46	36	31
经营性现金净流量	374	414	971	1,010
投资性现金净流量	-25	-86	-64	-164
筹资性现金净流量	-306	-241	-596	-580
现金流量净额	67	88	311	266

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,291	11,868	13,710	14,806
营业成本	7,812	9,869	11,387	12,107
税金及附加	35	47	55	59
销售费用	71	95	110	118
管理费用	119	166	192	207
研发费用	231	273	315	341
财务费用	26	54	50	40
资产减值损失	-18	-24	-27	-30
信用减值损失	-27	-14	-17	-18
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-6	-4	-4	-4
公允价值变动损益	5	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1
其他收益	64	50	40	35
营业利润	1,013	1,371	1,593	1,916
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,014	1,371	1,593	1,916
所得税	114	164	191	230
净利润	899	1,206	1,401	1,686
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	899	1,206	1,401	1,686
EPS(元)	1	1	1	2

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	8.73%	27.74%	15.52%	7.99%
营业利润增长率	40.02%	35.29%	16.19%	20.28%
归母净利润增长率	35.06%	34.14%	16.19%	20.28%
经营现金流增长率	14.42%	10.84%	134.40%	4.04%
盈利能力				
毛利率	15.91%	16.84%	16.95%	18.23%
净利率	9.68%	10.16%	10.22%	11.39%
ROE	19.87%	22.08%	21.39%	21.44%
ROA	12.52%	14.77%	15.21%	16.13%
ROIC	17.19%	21.79%	21.35%	22.57%
估值倍数				
P/E	18.07	13.47	11.59	9.64
P/S	1.75	1.37	1.18	1.10
P/B	3.59	2.97	2.48	2.07
股息率	1.23%	1.65%	1.92%	2.30%
EV/EBITDA	15	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。