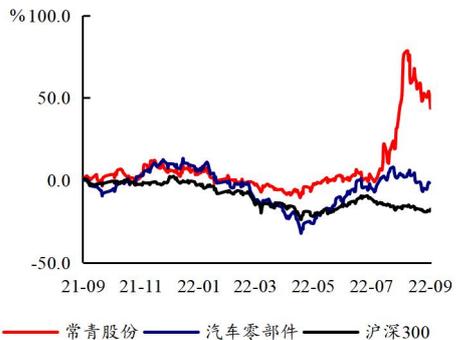


评级 强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

 作者姓名 段小虎
 资格证书 S1710521080001
 电子邮箱 duanxh@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	204.00
流通A股/B股(百万股)	204.00/0.00
资产负债率(%)	54.17
每股净资产(元)	8.91
市净率(倍)	2.57
净资产收益率(加权)	4.23
12个月内最高/最低价	28.37/14.28

相关研究

汽车冲压及焊接领域老将，转型一体化压铸及轻量化

——常青股份（603768.SH）首次覆盖报告

核心观点

深耕汽车冲压及焊接零部件数十年。公司前身为“合肥市常青冲压厂”于1988年成立；2017年，合肥常青机械股份有限公司正式成立并于上交所挂牌上市。公司主要产品为汽车冲压以及焊接零部件，涵盖乘用车、商用车、专用车。

行业格局分散，公司具有相对竞争优势。1) 从冲压行业空间来看，2025年我国汽车冲压行业市场规模有望突破3000亿元；2) 从行业竞争格局来看，竞争格局极度分散。2021年11月29日，我国现存汽车零部件企业约52.6万家。2020年我国汽车零部件相关企业注册量约9.9万家，同比+52.31%。由于汽车冲压及焊接零部件对于工艺水平以及大规模生产能力要求较高，公司相对于区域内非上市企业具有先发优势以及大规模生产的能力，足以满足整车厂的需求。

深度绑定国产自主品牌，安徽汽车行业聚集优势助其发展。1) 公司深度绑定国产自主品牌，2021年前五大客户分别为江淮、奇瑞、众合、戴姆勒、比亚迪。随着我国自主品牌的崛起，公司尽享行业β；2) 安徽省汽车产业支持力度不断加大，汽车产业大省逐步确立。公司主要生产基地集中于安徽省境内，区域政策助力公司冲压及焊接业务发展。

公司轻量化战略明确，持续突破压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺。从公司层面来看，公司在四届八次（2021年9月23日）董事会上通过了《关于投资兴建新能源汽车轻量化零部件建设项目（一期）的议案》。从在建项目进度来看，轻量化项目进程较快，随州商用车轻量化结构数字化冲焊项目已完工。公司一体化压铸项目正处于调研阶段。从客户拓展来看，大众安徽和蔚来汽车进行接触洽谈并取得一定阶段性成果，同步推进全套前瞻性技术论证研究与部分试制生产。

投资建议

公司深度绑定国产自主品牌，且具有安徽汽车产业集群优势，新能源汽车品牌拓展已有初步成效。我们预计，2022-2024年公司营收分别为33.65亿元、42.04亿元、55.16亿元，分别同比+11.82%、+24.94%、+31.23%，归母净利润分别为0.82亿元、1.68亿元、2.88亿元，分别同比+37.90%、+105.53%、+70.93%。我们给予公司2022/23/24年EPS预测分别为0.40/0.83/1.41元/股，基于9月16日股价22.50元，对应PE分别为56.03/27.26/15.95x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示

汽车销量不及预期；一体化压铸以及轻量化技术发展不及预期；新能源政策推进不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3008.99	3364.53	4203.69	5516.37
增长率(%)	30.99	11.82	24.94	31.23
归母净利润	59.41	81.93	168.35	287.83
增长率(%)	-20.97	37.90	105.49	70.97
EPS(元/股)	0.29	0.40	0.83	1.41

市盈率 (P/E)	57.72	56.03	27.26	15.95
市净率 (P/B)	1.90	2.45	2.25	1.97

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所 (基于9月16日收盘价22.50元)

正文目录

1. 汽车冲压及焊接零部件老将，业务向全国范围辐射	5
1.1. 深耕汽车冲压及焊接零部件数十年，进军一体化压铸及轻量化领域	5
1.2. 公司股权架构清晰，股权与管理权高度集中	5
1.3. 冲压及焊接业务占比稳定，公司业务范围向全国辐射	6
2. 公司营收增长提速，受原材料价格影响利润承压	7
3. 国产自主品牌崛起，新能源汽车一体化压铸、轻量化趋势确立	10
3.1. 汽车冲压焊接行业需求广泛	10
3.2. “一体化压铸+轻量化”或将成为新能源汽车发展新方向	13
4. 发挥区域优势绑定国产自主品牌，一体化压铸及轻量化布局进行时	15
4.1. 竞争格局分散，公司竞争力相对充足	15
4.2. 安徽汽车产业支持力度加大，公司区域优势凸显	17
4.3. 深度绑定自主品牌，尽享国产汽车β	19
4.4. 积极布局一体化压铸以及轻量化	21
5. 盈利预测	21
6. 风险提示	23

图表目录

图表 1. 常青股份历史沿革	5
图表 2. 常青股份股权架构图（截至 2022 年半年报）	6
图表 3. 2018-2021 年公司业务营收占比情况	7
图表 4. 2017-2021 年公司各地区业务营收占比	7
图表 5. 2017-2022H1 公司营收情况	7
图表 6. 2017-2022H1 公司归母净利润情况	7
图表 7. 2017-2022H1 公司毛利率、净利率	8
图表 8. 2017-2022H1 公司各项费用率	8
图表 9. 同行业公司资产负债率对比	9
图表 10. 同行业公司总资产周转率（次）	9
图表 11. 2017-2022H1 公司经营性净现金流情况	9
图表 12. 2005-2021 年我国汽车产销量	10
图表 13. 2009-2021 年我国城镇居民可支配收入	11
图表 14. 中国乘用车销量和城镇居民家庭人均可支配收入情况	11
图表 15. 2009-2021 年我国自主品牌乘用车销量占比	12
图表 16. 2009-2021 年自主品牌乘用车销量	12
图表 17. 车身冲压示意图	12
图表 18. 底盘冲压件示意图	13
图表 19. 我国汽车冲压行业市场规模预测	13
图表 20. 2015-2021 年我国新能源汽车销量	14
图表 21. 2015-2021 年我国新能源汽车渗透率	14
图表 22. 特斯拉后地板一体化压铸	14
图表 23. 减重 10%的能效提升效果	15
图表 24. 减重 15%的能效提升效果	15
图表 25. 中国汽车零部件相关企业注册量	16
图表 26. 汽车冲压行业上市公司	17
图表 27. 公司区域内主要竞争对手汇总	17
图表 28. 公司生产基地分布	18
图表 29. 安徽省发展汽车行业政策	19

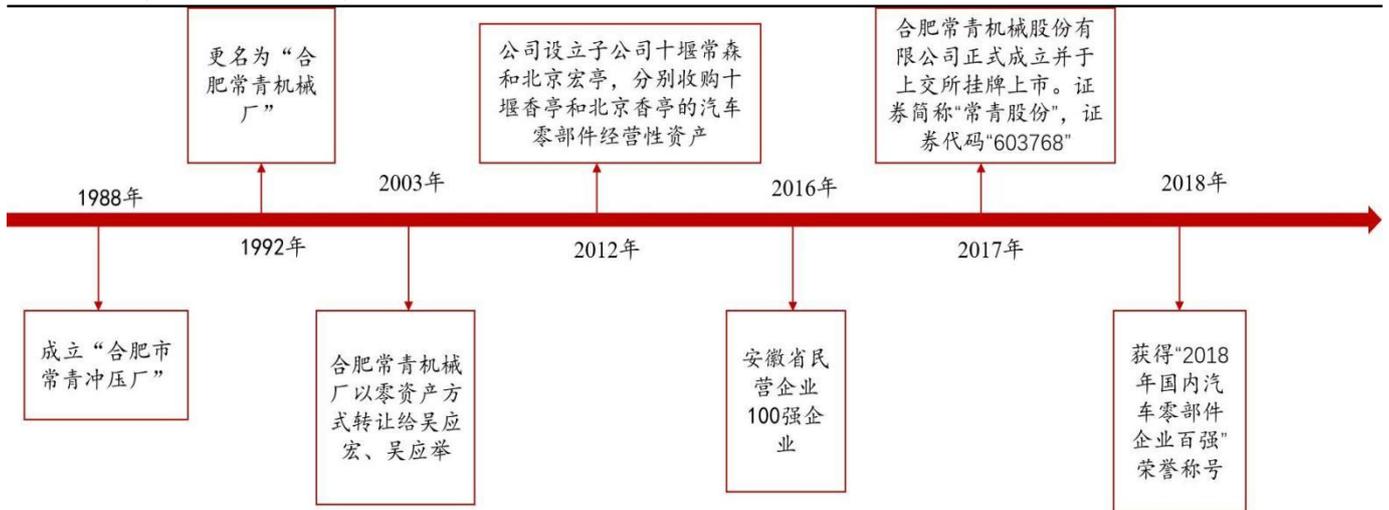
图表 30. 2017-2021 年前五大客户销售总额	20
图表 31. 2017-2021 年前五大客户年度销售额占比	20
图表 32. 公司主要供货车企的新能源汽车车型汇总	20
图表 33. 2021 年客户销售额占比	20
图表 34. 2021 年前五大客户年度销售额	20
图表 35. 2017-2022 年 6 月江淮汽车乘用车销量	21
图表 36. 蔚来汽车销量	21
图表 37. 常青股份盈利预测	23

1. 汽车冲压及焊接零部件老将，业务向全国范围辐射

1.1. 深耕汽车冲压及焊接零部件数十年，进军一体化压铸及轻量化领域

汽车冲压零部件老将，积极布局一体化压铸及轻量化。公司前身为“合肥市常青冲压厂”于1988年成立；1992年，公司更名为“合肥常青机械厂”；2003年，合肥常青机械厂以零资产方式转让给吴应宏、吴应举；2012年，公司设立子公司十堰常森和北京宏亭，分别收购十堰香亭和北京香亭的汽车零部件经营性资产，并承接其汽车冲压及焊接零部件相关业务；2017年，合肥常青机械股份有限公司正式成立并于上交所挂牌上市。证券简称“常青股份”（股票代码：603768.SH）。公司主要产品为汽车冲压以及焊接零部件，涵盖乘用车、商用车、专用车。公司汽车零部件业务主要分为车身冲压及焊接零部件、底盘冲压及焊接零部件。近年来，公司技术中心深入研究一体化压铸工艺，公司未来3-5年经营主线拟逐步转型为以轻量化材料为核心的车身结构件和轻量化底盘业务。

图表 1. 常青股份历史沿革

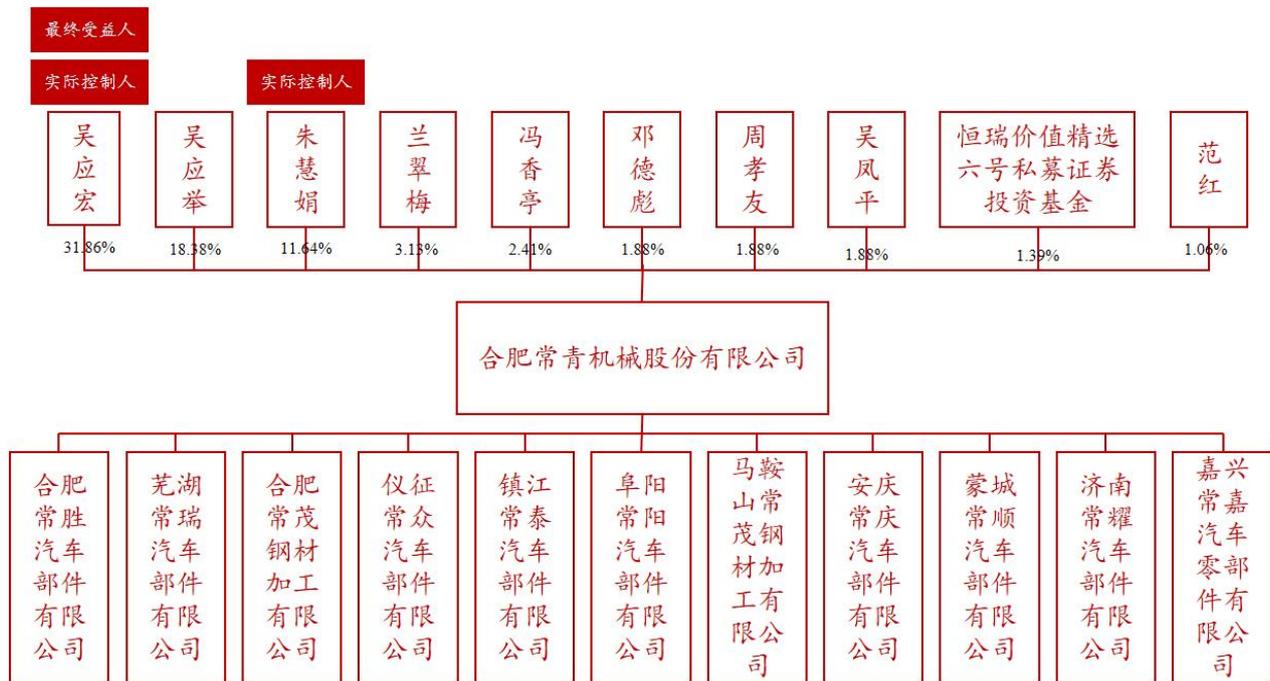


资料来源：招股说明书、公司官网，东亚前海证券研究所整理

1.2. 公司股权架构清晰，股权与管理权高度集中

公司股权架构集中，实际控制人为吴应宏和朱慧娟夫妇。截至2022年H1，公司董事长兼总经理吴应宏直接持有公司31.86%的股份，其妻子朱慧娟持有11.64%的股份，二人合计共持有43.50%的股份，为公司的实际控制人。公司第二大股东吴应举和吴应宏为兄弟关系，持有公司18.38%的股份，实控人家族合计持股占比达到71.18%，股权与管理权的高度集中有利于公司战略的执行和贯彻。

图表 2. 常青股份股权架构图（截至 2022 年半年报）

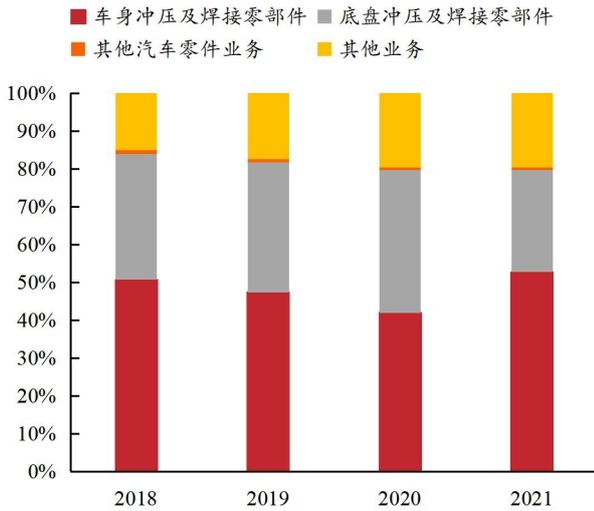


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.3. 冲压及焊接业务占比稳定，公司业务范围向全国辐射

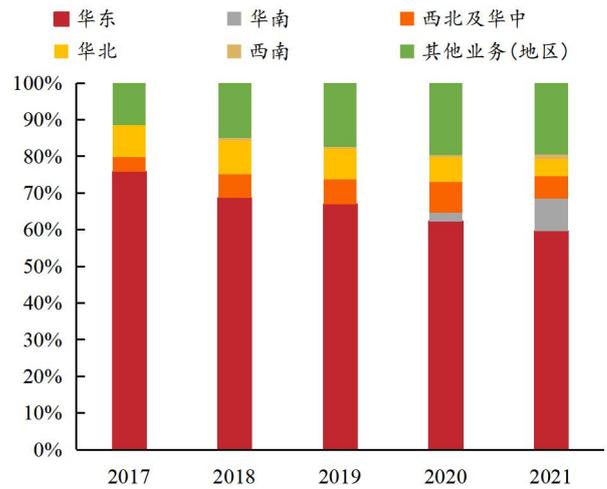
公司业务立足华东，非华东地区业务营收占比逐步提高。从各项业务营收占比来看，公司传统的汽车零部件业务占比相对稳定，地位不可撼动。2021 年公司车身冲压机焊接零部件、底盘冲压及焊接零部件、其他汽车零件业务、其他业务的占比分别为 52.74%/26.95%/0.76%/19.54%。整体的汽车零部件业务板块占比为 80.46%，同比+0.05pct。从公司各地区业务营收占比来看，公司向华东地区以外的业务拓展效果显著。2017/2018/2019/2020/2021 年华东地区业务营收占比分别为 75.79%/68.63%/66.92%/62.29%/59.62%，占比持续下滑。2021 年公司华东、华南、西北及华中、华北、西南、其他业务（地区）业务营收占比分别为 59.62%/8.94%/6.06%/4.61%/1.22%/19.55%。

图表 3. 2018-2021 年公司业务营收占比情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 4. 2017-2021 年公司各地区业务营收占比

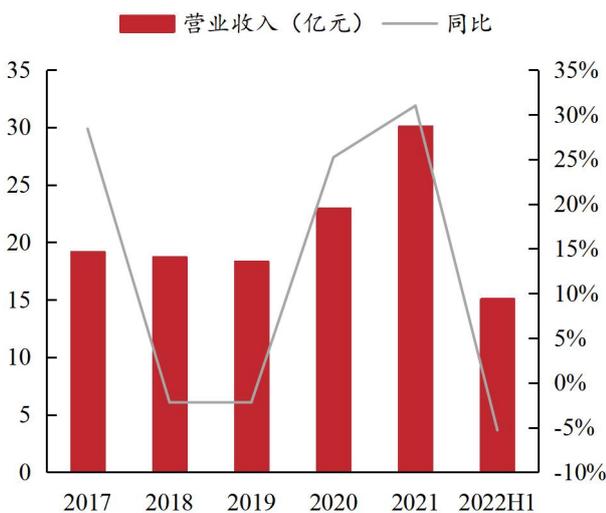


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2. 公司营收增长提速, 受原材料价格影响利润端承压

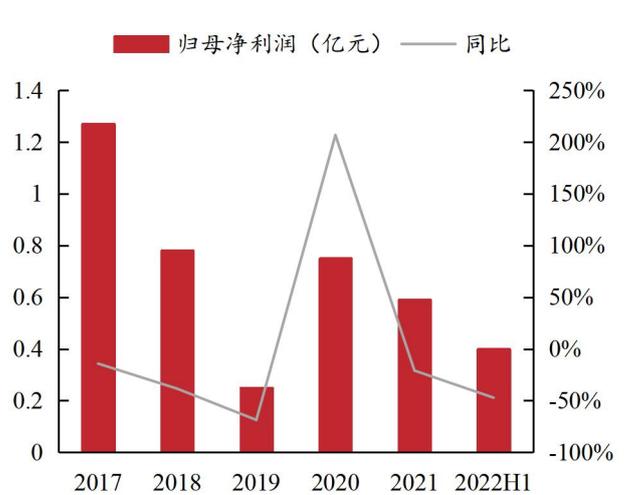
公司营收稳步增长, 归母净利润下滑。随着公司加快开拓新能源客户并稳步拓展轻量化业务, 公司的业务规模逐步扩大, 2021 年公司实现营收 30.09 亿元, 同比增长 30.99%, 2017-2021 年的 CAGR 为 11.95%; 2022 年 H1 受商用车业务规模下降影响, 公司实现营收 15.07 亿元, 同比下降 5.30%。受原材料价格上涨影响, 营业成本的上升大幅影响了公司的归母净利润水平, 2022 年 H1 公司实现归母净利润 0.40 亿元, 同比下降 47.19%。

图表 5. 2017-2022H1 公司营收情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 6. 2017-2022H1 公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

原材料上行盈利承压, 费用管控水平良好。2017-2021 年, 公司毛利率

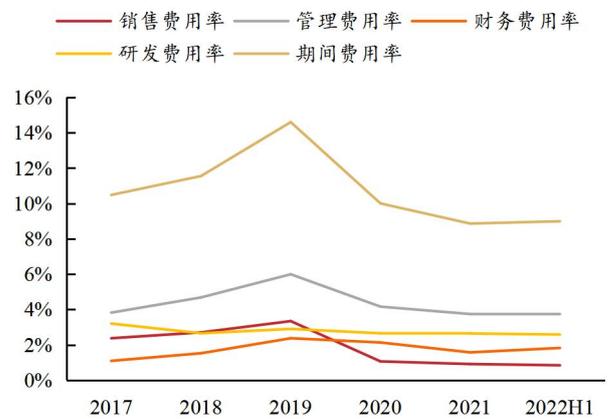
以及净利率整体呈现下滑趋势。2017-2021年，公司毛利率由19.05%下滑至12.99%；净利率由6.64%下滑至1.97%。从利润率方面来看，公司采用“成本+加工费”的定价模式，按照产品的生产成本加上合理的利润及税金后确定产品销售价格，因此主要原材料价格的大幅上涨将直接提高公司生产成本，盈利能力受上游挤压较为严重。从费用率来看，2017-2021年公司期间费用率整体呈现下降趋势，2021年销售、管理、研发、财务费用率分别为0.91%、3.73%、2.64%、1.57%，分别同比-0.15pct/-0.44pct/-0.01pct/-0.56pct，期间费用率整体下降了1.16pct，费用管控能力处于较好水平。

图表 7. 2017-2022H1 公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 8. 2017-2022H1 公司各项费用率

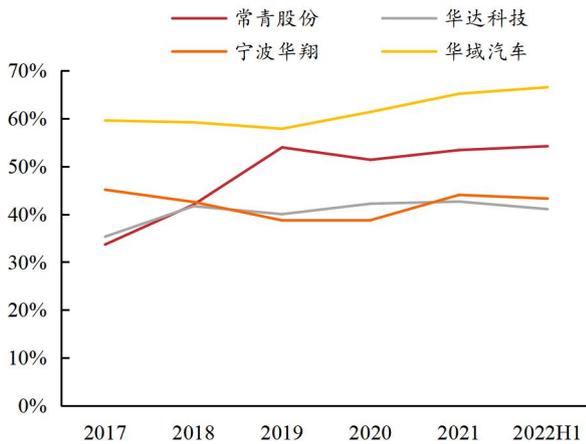


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

资产负债率处于同行内偏高水平，总资产周转率处于同行内较低水平。

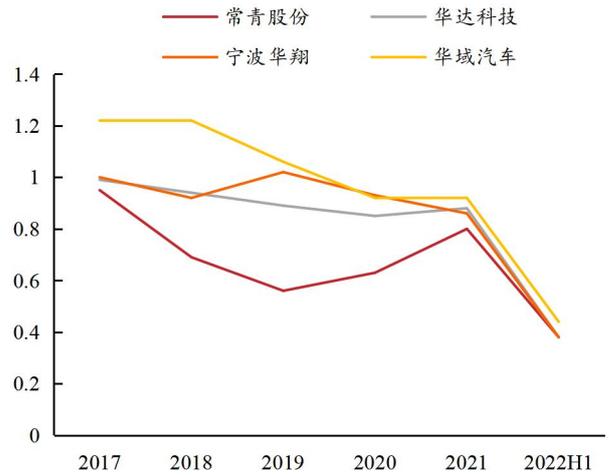
1) 2017-2021年，公司的销售规模持续扩大，应付账款及应付票据等债务规模也随之提升，2022年H1公司负债率为54.17%，同比+0.81pct，在行业中处于中等偏上水平；2) 2017-2021年公司总资产周转率长期处于行业较低水平，2022年H1公司总资产周转率下降至0.38，但已达到行业平均水平，未来有望随着营收的加速提升得到进一步改善。

图表 9. 同行业公司资产负债率对比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

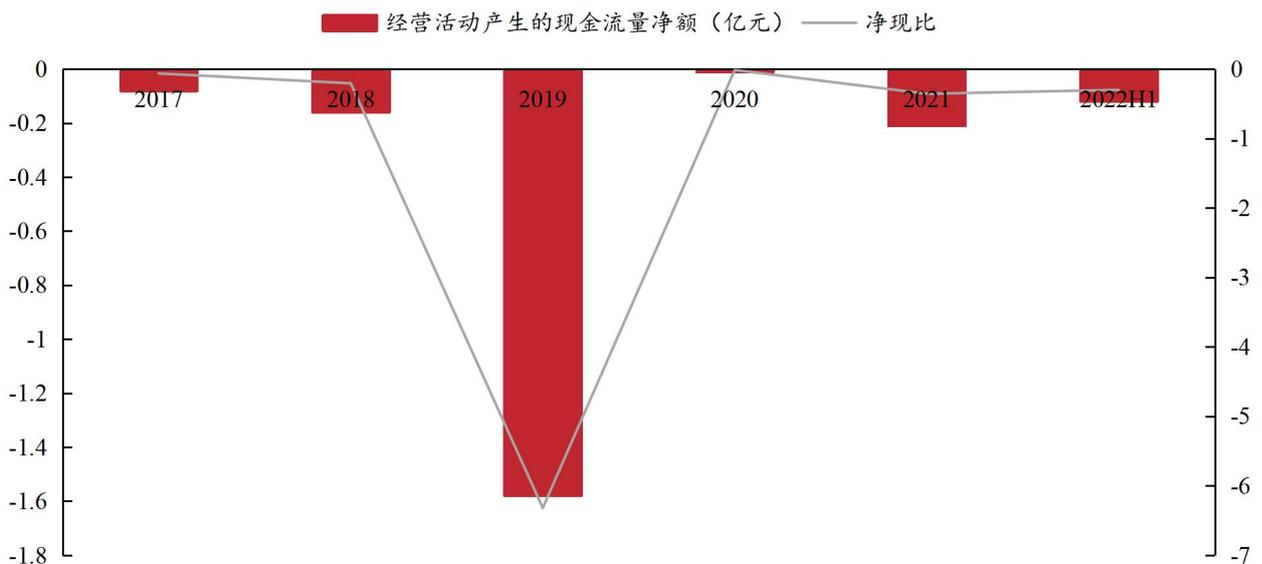
图表 10. 同行业公司总资产周转率 (次)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

公司经营性净现金流整体为负，2022 年 H1 大幅改善。2017-2021 年公司持续大力开拓市场，公司经营活动产生的净现金流分别为 -0.08/-0.16/-1.58/-0.01/-0.21 亿元，同期净现比为 -0.06/-0.21/-6.32/-0.01/-0.36。2019 年公司经营性活动产生的净现金流降幅较大，同比-887.50%，主要由于同期汽车行业不景气，整车厂商需求放缓，汽车零部件行业价格竞争加剧所致。2022 年 H1 年公司销售额以及收到的税费返还、政府补助较上年同期大幅增加，同期经营性活动产生的净现金流量净额为 -0.12 亿元，较去年同期增长 92.38%，净现比为 -0.30，较去年同期增长 30.69%，公司的资金回笼效率有望迎来持续改善。

图表 11. 2017-2022H1 公司经营性净现金流情况



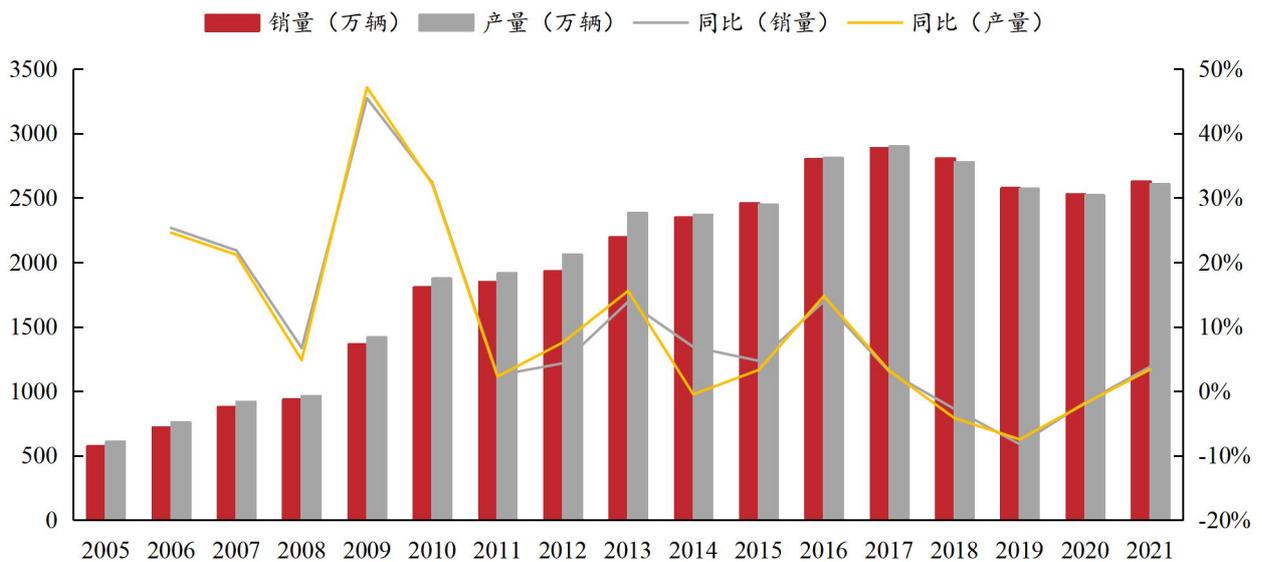
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 国产自主品牌崛起，新能源汽车一体化压铸、轻量化趋势确立

3.1. 汽车冲压焊接行业需求广泛

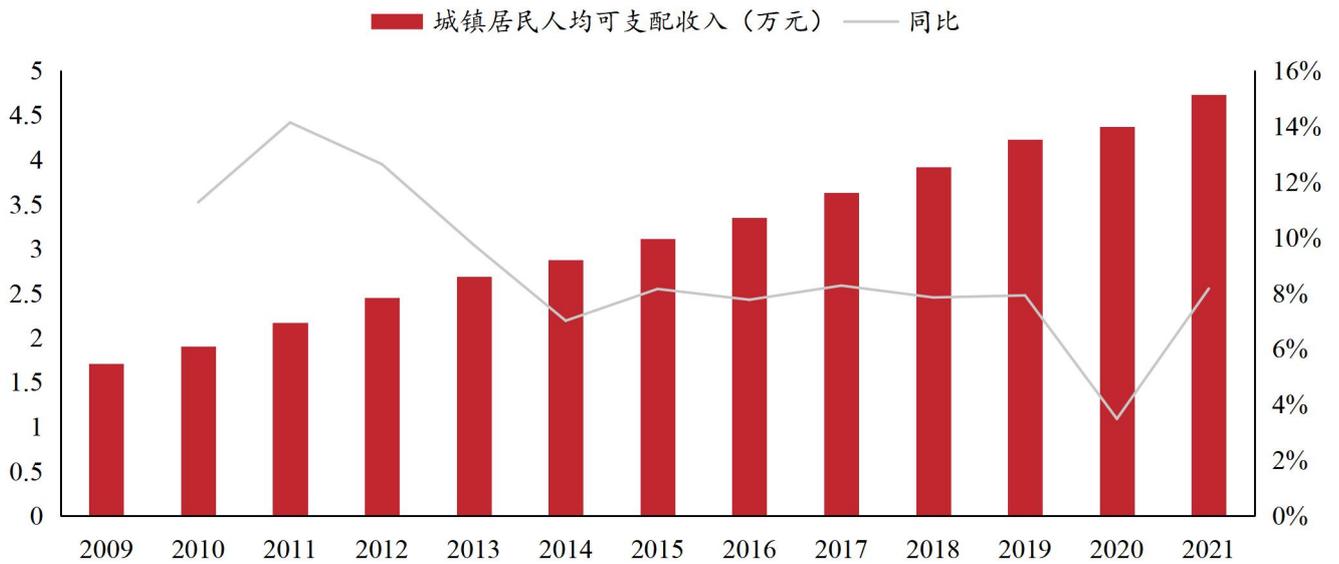
居民可支配收入上涨，推动汽车消费增长。从汽车产销量来看，我国汽车行业产销两旺，整体呈现稳定增长态势。2005-2021年，我国汽车产销量复合增速分别为9.51%和9.95%。2020年受疫情影响，我国汽车产销量有所下滑，目前已逐步回暖。2021年我国汽车产销量分别为2608万辆和2628万辆，同比+3%和4%。从购买力来看，我国居民购买力上升，乘用车占比持续提升。2021年中国城镇居民人均可支配收入为47412元，同比+8.16%。2021年我国乘用车、商用车销量占比分别为80.30%、18.24%，分别同比+4.09pct、-2.04pct。根据Wind数据，2009-2021年我国乘用车销量和城镇居民可支配收入呈现明显的正相关关系，居民收入水平的稳步增长同步提升了对乘用车的需求量。随着我国经济发展新动能的持续增强，乘用车市场规模有望进一步扩大。

图表 12. 2005-2021 年我国汽车产销量



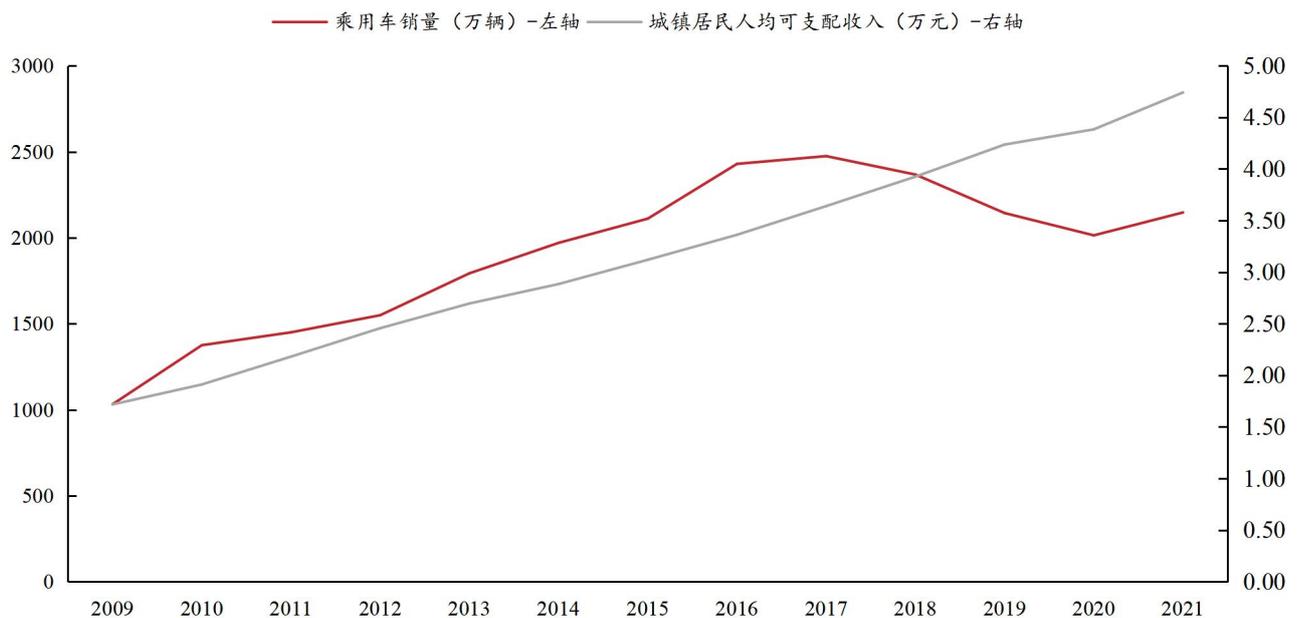
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 13. 2009-2021 年我国城镇居民可支配收入



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 14. 中国乘用车销量和城镇居民家庭人均可支配收入情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

我国自主品牌乘用车崛起，市占率大幅提升。从销量看，自主品牌乘用车销量大幅回升。2021 年我国自主品牌乘用车销量为 955.3 万辆，同比+23.44%。从全国乘用车销量占比看，自主品牌乘用车销量占比同比高增。2021 年我国自主品牌乘用车销量占比为 44.50%，同比+6.06pct。自主品牌崛起主要有两个原因：1) 较早布局新能源汽车，凭借技术和规模形成了先发优势，性能、安全性、价格等方面均处于全球领先地位；2) 差异化“错位竞争”，重点布局 SUV 车型产品，国内 SUV 车型的热卖进一步提升了自主品牌汽车的市场占有率。

图表 15. 2009-2021 年我国自主品牌乘用车销量占比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

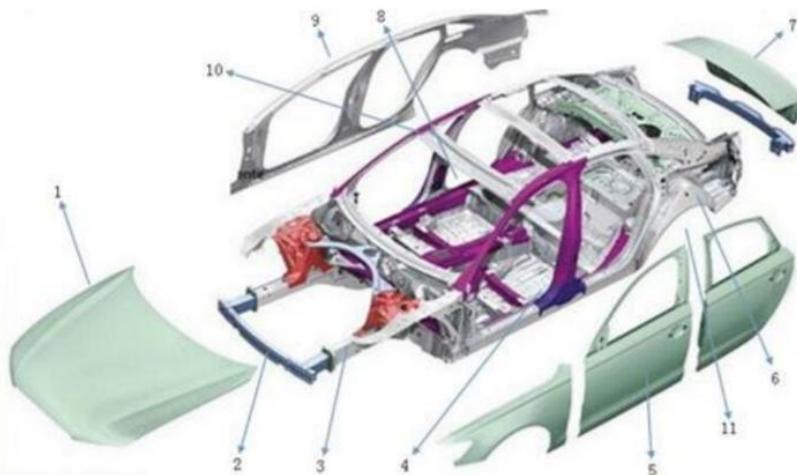
图表 16. 2009-2021 年自主品牌乘用车销量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

汽车冲压及焊接零部件是汽车的重要组成部分。汽车冲压主要包含车身冲压和底盘冲压。车身冲压具体包括：驾驶室总成、发舱总成、四门两盖总成、侧围总成、ABC 柱总成、轮罩总成、前围总成、顶盖总成、底板总成、保险杠总成等。底盘冲压具体包括：第一横梁总成、发动机支撑梁总成、第三横梁总成、纵梁、纵梁加固板总成、第五横梁总成。现代汽车制造工艺中有 60%~70% 的金属零部件需冲压加工成形，冲压件广泛应用于如车身上的各种覆盖件、车内支撑件、结构加强件，以及大量的汽车零部件如发动机的排气和进油弯管及消声器、空心凸轮轴、油底壳、发动机支架、框架结构件、横纵梁等，平均每辆车上包含 1,500 余个冲压件，因此冲压工件的制造工艺水平及质量在较大程度上对汽车制造质量和成本有直接的影响。

图表 17. 车身冲压示意图



- 1、发动机盖总成；2、散热器冲压件；3、前围总成；4、门槛冲压件及侧围总成；5、四门总成；6、轮罩总成；7、尾门总成；8、地板冲压件；9、侧围总成；10、侧上外板及天窗冲压件；11、尾灯支架总成。

资料来源: 常青股份招股说明书, 东亚前海证券研究所

图表 18. 底盘冲压件示意图



1、第一横梁总成；2、发动机支撑梁总成；3、第三横梁总成；4、纵梁；5、纵梁加固板总成；6、第五横梁总成。

资料来源：常青股份招股说明书，东亚前海证券研究所

2025 年我国汽车冲压行业市场规模有望突破 3000 亿元。根据中汽协数据，2021 年我国汽车产量为 2608 万辆。参考 2021 年我国汽车销量增速情况，我们假设每年我国汽车产量增速为 4%，2022/2023/2024/2025 年我国汽车产量分别为 2731/2821/2934/3051 万辆。目前单台车冲压件约为 1500 个。参考华经研究院数据，我们假设冲压件单车价值量约为 1.10 万元/辆，考虑年降因素后，2022/2023/2024/2025 年单车价值量分别为 1.10/1.07/1.03/1.00 万元/辆。我们预测 2022/2023/2024/2025 年我国汽车冲压行业市场规模分别为 2984/3010/3037/3063 亿元。

图表 19. 我国汽车冲压行业市场规模预测

	2022E	2023E	2024E	2025E
我国汽车产量 (万辆)	2713	2821	2934	3051
单车价值量 (万元/辆)	1.10	1.07	1.03	1.00
市场规模 (亿元)	2984	3010	3037	3063

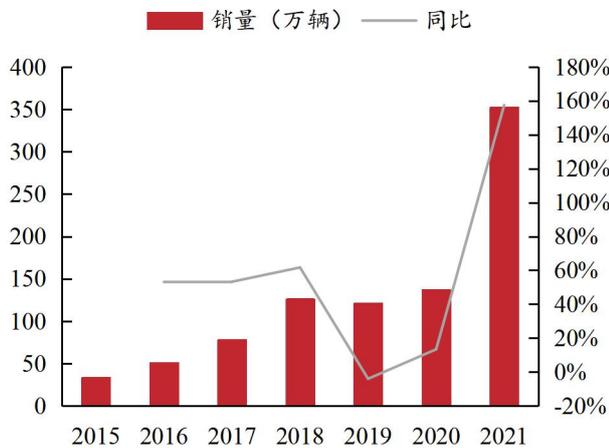
资料来源：东亚前海证券研究所测算

3.2. “一体化压铸+轻量化”或将成为新能源汽车发展新方向

新能源汽车销量和渗透率持续增长。从新能源汽车销量来看，在“双碳”的主旋律和国家、地方政策的大力支持下，近年来我国新能源汽车销量迎来高速增长，2021 年为新能源汽车大发展的元年，我国新能源汽车销量达到 352.05 万辆，同比增长 157.48%，2005-2021 年的 CAGR 为 48.29%；**从新能源汽车渗透率来看**，在汽车产销下行的大背景之下，新能源汽车逆

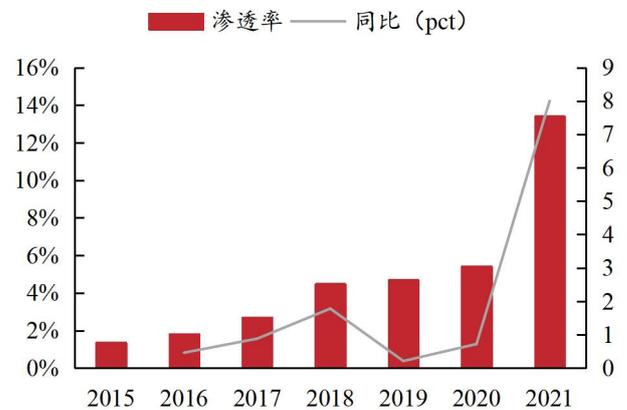
势上扬，其渗透率持续提高，2021 年达到 13.40%，同比增长 8pct，根据乘联会预测，2022 年新能源汽车渗透率有望达到 22% 左右，提前 3 年达成国家此前“到 2025 年新能源汽车新车渗透率达 20%”的既定目标。

图表 20. 2015-2021 年我国新能源汽车销量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 21. 2015-2021 年我国新能源汽车渗透率

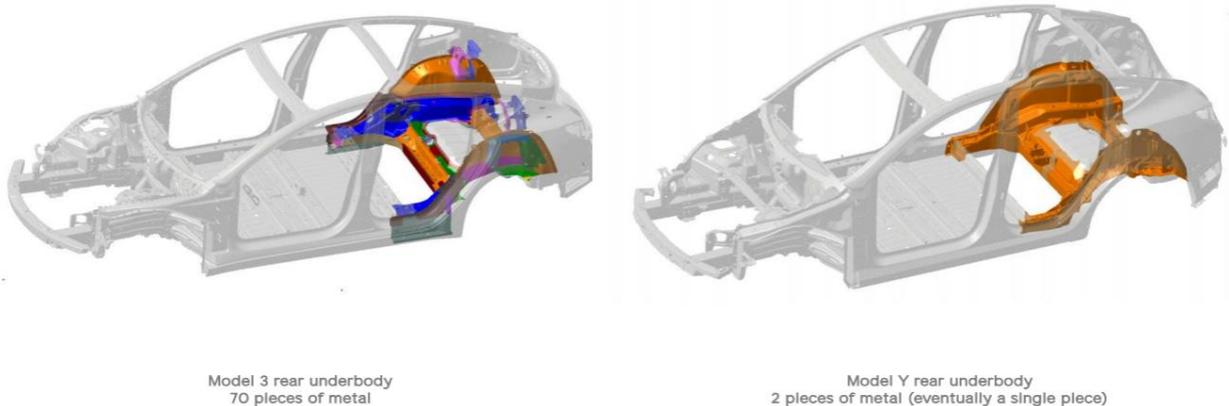


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

一体化降本增效结果显著。从增效方面来看，2020 年特斯拉一体化压铸技术应用于 Model Y 上，汽车零部件大幅减少。根据特斯拉公告显示，在采用一体化压铸以前，Model 3 后地板需要 70 个零件；在应用一体化压铸后，特斯拉 Model Y 后地板的汽车零件数量为 2 个。由于汽车零部件的减少，汽车组装效率亦将大幅提升。从成本方面来看，由于一体化压铸减少了焊接点以及组装流程，因此在人工成本以及机器成本上将会大幅下跌。

图表 22. 特斯拉后地板一体化压铸

SIMPLIFICATION OF VEHICLE STRUCTURE AND MANUFACTURING



资料来源: 特斯拉公告, 东亚前海证券研究所

轻量化提高汽车能效，新能源汽车续航有望提升。新能源汽车续航是新能源汽车推广的拦路虎，轻量化能够提升新能源汽车的能效，因此续航

里程将获得提升。当新能源乘用车减重 10%和 15%时，对标动力系统能效分别提升 6.30%和 9.50%，因此我们可以推断汽车重量对于能效有较大的影响。随着我国新能源汽车渗透率不断提高，新能源汽车的轻量化或将成为未来新能源汽车发展的趋势。

图表 23. 减重 10%的能效提升效果

	乘用车		卡车	
	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	3.30%	6.50%	3.50%	4.70%
柴油	3.90%	6.30%	3.60%	4.70%
EV	6.30%	/	5.70%	/
PHEV	6.30%	/	5.70%	/

资料来源：文灿股份招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 24. 减重 15%的能效提升效果

	乘用车		卡车	
	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	5.00%	10.00%	5.30%	7.10%
柴油	5.90%	9.50%	5.40%	7.00%
EV	9.50%	/	8.60%	/
PHEV	9.50%	/	8.60%	/

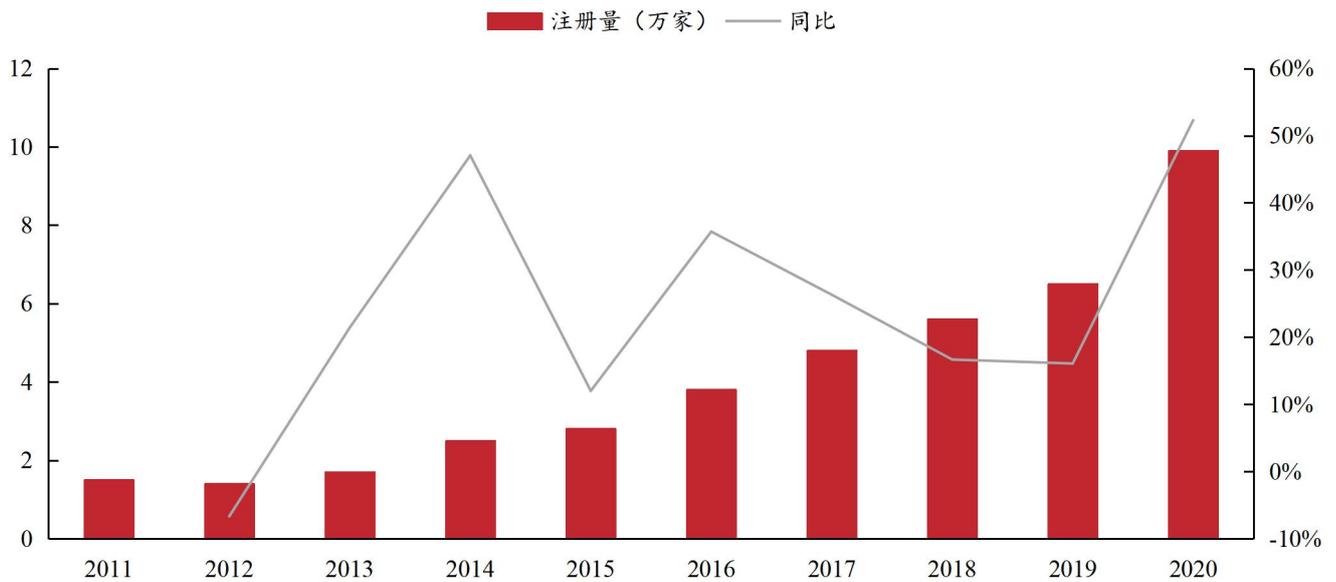
资料来源：文灿股份招股说明书，东亚前海证券研究所

4. 发挥区域优势绑定国产自主品牌，一体化压铸及轻量化布局进行时

4.1. 竞争格局分散，公司竞争力相对充足

汽车零部件行业格局分散。从中国整体汽车零部件行业来看，我国汽车零部件相关企业众多。2021 年 11 月 29 日，我国现存汽车零部件企业约 52.6 万家。2020 年我国汽车零部件相关企业注册量约 9.9 万家，同比+52.31%。

图表 25. 中国汽车零部件相关企业注册量



资料来源：企查查，东亚前海证券研究所

从区域内竞争对手来看，公司的区域内竞争对手较多，其中主要包括：大洋机械、亿恒机械、田源精铸、福达汽车、成飞集成瑞鹤、中瑞汽车、海立田、凌源、陕西通力专用汽车有限责任公司、陕西汽车集团长沙环通汽车制造有限公司、十堰市金骥汽车部件有限公司等。由于汽车冲压及焊接零部件对于工艺水平以及大规模生产能力要求较高，公司相对于区域内非上市企业具有先发优势以及大规模生产的能力，足以满足整车厂的需求。

从上市公司来看，汽车冲压及焊接零部件供应商主要有 12 家有宁波精达、天汽摸、华达科技、凌云股份、宁波华翔、华域汽车等。相对于其他上市公司来说，公司与区域内客户绑定更深，区域内优势明显。

图表 26. 汽车冲压行业上市公司



资料来源：各公司官网，东亚前海证券研究所

图表 27. 公司区域内主要竞争对手汇总

公司名称	公司地址	主要客户
安徽大洋机械制造有限公司	合肥市	江淮汽车、奇瑞汽车、福田戴姆勒汽车、陕西重汽等
合肥亿恒机械有限公司	合肥市	
合肥市田源精铸有限公司	合肥市	
安徽福达汽车模具制造有限公司	合肥市	
安徽成飞集成瑞鹤汽车模具有限公司	芜湖市	
芜湖中瑞汽车零部件有限公司	芜湖市	
湖北海立田汽车部件有限公司	枣阳市	
一汽凌源汽车制造有限公司	上海市	
陕西通力专用汽车有限责任公司	宝鸡市	
陕西汽车集团长沙环通汽车制造有限公司	长沙县	
十堰市金骥汽车部件有限公司	十堰市	

资料来源：常青股份招股说明书，东亚前海证券研究所

4.2. 安徽汽车产业支持力度加大，公司区域优势凸显

生产基地分布主要汽车生产区域，公司尽享安徽汽车产业区域优势。从公司生产基地来看，11个生产基地支撑公司业务发展，靠近主要客户，区域优势明显。根据公司2022年半年报披露，公司共有11个生产基地，位于安徽、江苏、湖北、河北四省。具体生产基地分别位于合肥、芜湖、仪征、丰宁、随州、唐山、阜阳、马鞍山等。公司生产基地靠近主要客户，有以下几点优势：1) 缩短供货时间，降低运输成本；2) 提高公司的服务

水平，大幅缩短服务响应时间；3) 及时了解客户动态，提高与客户之间的粘性。从区域政策来看，安徽省汽车产业支持力度不断加大，汽车产业大省逐步确立。公司主要生产基地集中于安徽省境内，区域政策助力公司冲压及焊接业务发展。

图表 28. 公司生产基地分布



资料来源：自然资源部、公司公告，东亚前海证券研究所

图表 29. 安徽省发展汽车行业政策

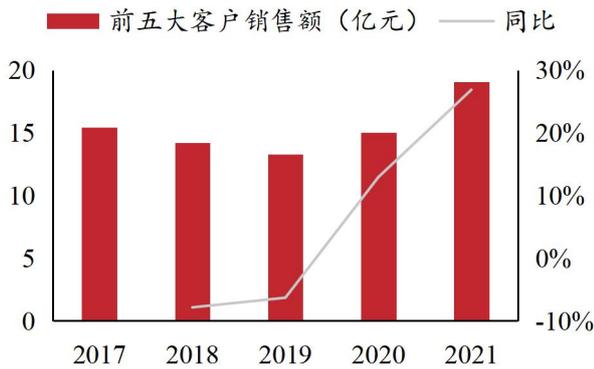
时间	政策名称
2020.06	安徽省关于发展 2020 年安徽省 5G 发展工作要点的通知
2020.06	《重点领域补短板产品和关键技术攻关任务揭榜工作方案》
2020.07	《组织申报 2020 年省科技重大专项项目》
2020.08	《中国（芜湖）跨境电子商务综合试验区、中国（安庆）跨境电子商务综合试验区建设实施方案》
2021.04	《促进全省高新技术产业开发区高质量发展的实施意见》
2022.01	《安徽省“十四五”科技创新规划通知》
2022.02	《安徽省“十四五”汽车产业高质量发展规划》

资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

4.3. 深度绑定自主品牌，尽享国产汽车β

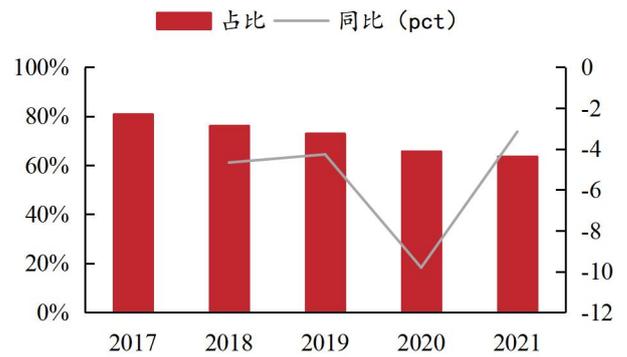
深度绑定自主品牌，客户扩展成效显著。从公司客户方面来看，公司大客户主要为区域内自主品牌主机厂，下游客户开发效果显著。公司前五大客户销售总额整体呈现增长态势，2021 年前五大客户销售额为 19.16 亿元，同比+26.85%；销售额占比为 63.67%，同比-3.16pct。2021 年前五大客户为江淮、奇瑞、众合、戴姆勒、比亚迪，销售额分别为 9.18/5.04/2.68/1.35/0.90 亿元，分别占比 30.52%/16.75%/8.90%/4.50%/2.99%。公司前五大客户销售额占比从 2017 年的 80.82%，下滑至 2021 年的 63.67%。公司前五大客户的销售额增长，但销售占比下滑，说明公司在稳定原有大客户的基础上，对于新客户的获取有所成效。公司发力新能源汽车，目前主要的新能源汽车品牌包括江淮新能源（IEV7S、IEVA50、IEV7）、比亚迪（唐新能源、宋 MAX、E3、秦新能源、汉新能源）、奇瑞新能源（大蚂蚁、艾瑞泽 E、星图追风）、合众（哪吒 V、哪吒 U、哪吒 NO1）。

图表 30. 2017-2021 年前五大客户销售总额



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 31. 2017-2021 年前五大客户年度销售额占比



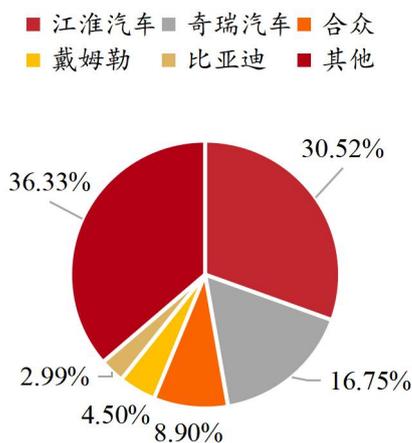
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 32. 公司主要供货车企的新能源汽车车型汇总

车企	车型
江淮	IEV7S、IEVA50、IEV7
比亚迪	唐新能源、宋 MAX、E3、秦新能源、汉新能源
奇瑞	大蚂蚁、艾瑞泽 E、星图追风
合众	哪吒 V、哪吒 U、哪吒 NO1

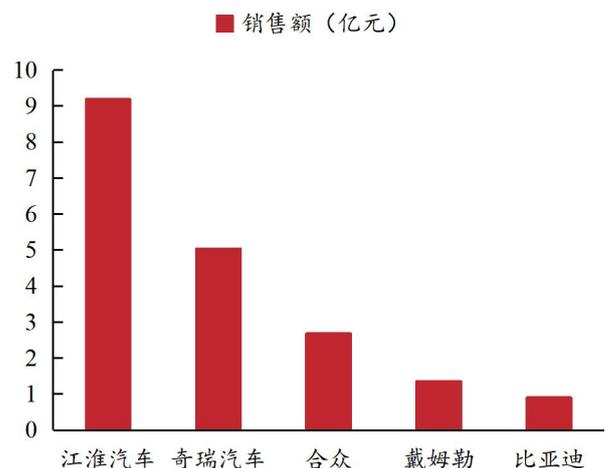
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 33. 2021 年客户销售额占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 34. 2021 年前五大客户年度销售额

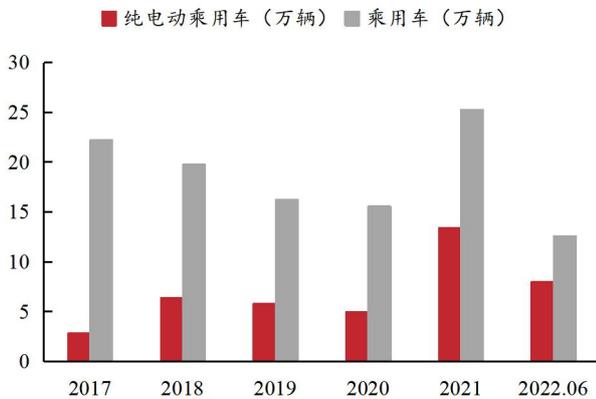


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

大客户销量高增公司营收获保障，深度绑定江淮汽车，有望进入蔚来汽车供应链。从公司客户方面来看，公司大客户主要为区域内自主品牌主机厂，下游客户开发效果显著。2021 年江淮汽车乘用车销量为 25.5 万辆，同比+63.88%。江淮汽车作为公司第一大客户，其销量增长有助于推动公司

营收增长。由于江淮是蔚来汽车代工厂，因此公司有望进入蔚来汽车供应链体系。

图表 35. 2017-2022 年 6 月江淮汽车乘用车销量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 36. 蔚来汽车销量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4.4. 积极布局一体化压铸以及轻量化

公司轻量化战略明确，持续突破压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺。从公司层面来看，公司在四届八次董事会（2021年9月23日）上通过了《关于投资兴建新能源汽车轻量化零部件建设项目（一期）的议案》。公司一体化压铸项目正处于调研阶段。从在建项目进度来看，轻量化项目进程较快，随州商用车轻量化结构数字化冲焊项目已完工。从客户拓展来看，大众安徽和蔚来汽车进行接触洽谈并取得一定阶段性成果，同步推进全套前瞻性技术论证研究与部分试制生产。

5. 盈利预测

关键假设：

1) 底盘冲压及焊接零部件业务：受疫情影响 2022 年该业务营收增速较缓慢。未来底盘业务生产线落地，底盘业务有望逐步放量。由于钢材价格下降，毛利率有望回升。我们预测，2022/2023/2024 年底盘冲压及焊接零部件业务营收为 8.52/9.79/12.24 亿元；分别同比+5.00%/+15.00%/+25.00%；毛利率分别为 8.50%/9.00%/9.00%。

2) 车身冲压及焊接零部件业务：公司大力发展车身冲压机焊接零部件，其中新能源汽车轻量化车身覆盖件智能化冲压工程项目已在建。从增速上看，车身冲压机焊接零部件业务增速将高于底盘相关业务。考虑自动化程度提高以及原材料价格回落，毛利率有望提升。我们预测，2022/2023/2024 年车身冲压及焊接零部件业务营收为 18.41/24.85/34.79 亿元；分别同比+16.00%/+35.00%/+40.00%；毛利率分别为 16.00%/16.50%/17.00%。

公司深度绑定国产自主品牌，且具有安徽汽车产业集群优势，新能源汽车品牌拓展已有初步成效。我们预计，2022-2024 年公司营收分别为 33.65 亿元、42.04 亿元、55.16 亿元，分别同比+11.82%、+24.94%、+31.23%，归母净利润分别为 0.82 亿元、1.68 亿元、2.88 亿元，分别同比+37.90%、+105.53%、+70.93%。我们给予公司 2022/23/24 年 EPS 预测分别为 0.40/0.83/1.41 元/股，基于 9 月 16 日股价 22.50 元，对应 PE 分别为 56.03/27.26/15.95x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表 37. 常青股份盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
底盘冲压及焊接零部件				
营业收入 (百万元)	811.08	851.63	979.38	1224.22
yoy	-6.60%	5.00%	15.00%	25.00%
营业成本 (百万元)	739.39	779.24	891.23	1114.04
毛利润 (百万元)	71.69	72.39	88.14	110.18
毛利率	8.84%	8.50%	9.00%	9.00%
业务占比情况	26.96%	25.31%	23.30%	22.19%
车身冲压及焊接零部件				
营业收入 (百万元)	1586.64	1840.50	2484.67	3478.54
yoy	64.66%	16.00%	35.00%	40.00%
营业成本 (百万元)	1314.71	1546.02	2074.70	2887.19
毛利润 (百万元)	271.93	294.48	409.97	591.35
毛利率	17.14%	16.00%	16.50%	17.00%
业务占比情况	52.73%	54.70%	59.11%	63.06%
其他汽车零部件业务				
营业收入 (百万元)	22.89	25.18	27.70	30.47
yoy	56.05%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (百万元)	8.13	21.40	23.54	25.90
毛利润 (百万元)	14.76	3.78	4.15	4.57
毛利率	64.48%	15.00%	15.00%	15.00%
业务占比情况	0.76%	0.75%	0.66%	0.55%
其他				
营业收入 (百万元)	588.38	647.22	711.94	783.13
yoy	30.62%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (百万元)	555.86	595.44	654.99	720.48
毛利润 (百万元)	32.53	51.78	56.96	62.65
毛利率	5.53%	8.00%	8.00%	8.00%
业务占比情况	19.55%	19.24%	16.94%	14.20%
总计				
营业总收入 (百万元)	3008.99	3364.53	4203.69	5516.37
yoy	30.99%	11.82%	24.94%	31.23%
营业总成本 (百万元)	2618.08	2942.11	3644.47	4747.62
毛利润 (百万元)	390.91	422.42	559.23	768.75
毛利率	12.99%	12.56%	13.30%	13.94%

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所测算

6. 风险提示

汽车销量不及预期。受疫情以及全球经济影响,我国经济增速放缓,居民消费意愿减弱。



一体化压铸以及轻量化技术发展不及预期。目前公司相关技术处于初始阶段，产品良率有待检验。

新能源政策推进不及预期。新能源汽车销量下滑。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3008.99	3364.53	4203.69	5516.37
%同比增速	30.99%	11.82%	24.94%	31.23%
营业成本	2618.08	2942.11	3644.47	4747.62
毛利	390.91	422.42	559.23	768.75
%营业收入	12.99%	12.56%	13.30%	13.94%
税金及附加	25.17	26.92	33.63	44.13
%营业收入	0.84%	0.80%	0.80%	0.80%
销售费用	27.51	40.37	54.65	71.71
%营业收入	0.91%	1.20%	1.30%	1.30%
管理费用	112.38	137.95	155.54	204.11
%营业收入	3.73%	4.10%	3.70%	3.70%
研发费用	79.46	90.84	109.30	148.94
%营业收入	2.64%	2.70%	2.60%	2.70%
财务费用	47.35	30.05	29.53	29.58
%营业收入	1.57%	0.89%	0.70%	0.54%
资产减值损失	-26.83	-8.00	-7.00	-7.00
信用减值损失	-19.79	-19.00	-15.00	-13.50
其他收益	17.77	23.55	25.22	33.10
投资收益	-1.45	-0.67	8.41	27.58
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.53	0.30	0.84	11.03
营业利润	68.20	92.47	189.06	321.50
%营业收入	2.27%	2.75%	4.50%	5.83%
营业外收支	-0.71	0.10	0.10	0.10
利润总额	67.49	92.57	189.16	321.60
%营业收入	2.24%	2.75%	4.50%	5.83%
所得税费用	8.08	10.65	20.81	33.77
净利润	59.41	81.93	168.35	287.83
%营业收入	1.97%	2.44%	4.00%	5.22%
归属于母公司的净利	59.41	81.93	168.35	287.83
%同比增速	-20.97%	37.90%	105.49%	70.97%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	0.29	0.40	0.83	1.41

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.29	0.40	0.83	1.41
BVPS	8.83	9.18	10.01	11.42
PE	57.72	56.03	27.26	15.95
PEG	—	1.48	0.26	0.22
PB	1.90	2.45	2.25	1.97
EV/EBITDA	12.41	14.13	10.98	8.72
ROE	3%	4%	8%	12%
ROIC	4%	5%	7%	8%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	276	553	886	1070
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	614	685	815	1132
存货	362	451	452	675
预付账款	113	118	146	190
其他流动资产	207	150	158	204
流动资产合计	1571	1957	2457	3271
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1320	1280	1236	1186
无形资产	308	250	254	259
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	37	37	37	37
其他非流动资产	626	684	756	817
资产总计	3861	4208	4741	5570
短期借款	714	744	814	894
应付票据及应付账款	718	802	979	1342
预收账款	1	2	2	3
应付职工薪酬	83	118	138	142
应交税费	32	34	42	50
其他流动负债	178	173	211	247
流动负债合计	1726	1872	2187	2678
长期借款	197	327	377	427
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	138	137	136	135
负债合计	2061	2336	2700	3240
归属于母公司的所有者权益	1801	1872	2041	2330
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1801	1872	2041	2330
负债及股东权益	3861	4208	4741	5570

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-21	330	485	294
投资	0	0	-4	-3
资本性支出	-286	-146	-231	-220
其他	0	-21	-2	23
投资活动现金流净额	-286	-166	-237	-200
债权融资	-884	-1	-1	-1
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1031	160	120	130
筹资成本	-66	-45	-35	-38
其他	-6	0	0	0
筹资活动现金流净额	75	114	84	91
现金净流量	-232	278	333	184

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

段小虎，东亚前海证券新兴产业组首席与电新组首席，兼任海外首席。研究所助理总经理/执行董事。复旦大学与巴黎第一大学硕士。曾获2017年新财富第2名，水晶球奖第4名，中国证券业金牛分析师第4名；2018年新财富第4名，2018年Wind金牌分析师第3名。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>