

汽车业务加速放量，海外光伏产能投产在即

——鑫铂股份 (003038.SZ) 首次覆盖

有色金属

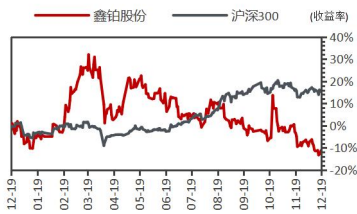
报告原因:

买入 (首次评级)

市场数据: 2025年12月19日
 收盘价(元) 15.25
 一年内最高/最低(元) 23.04/14.66
 市净率 1.2
 股息率(分红/股价) 1.28
 流通A股市值(百万元) 2,524
 上证指数/深证成指 3,890/13,140
 注:“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年09月30日
 每股净资产(元) 12.3
 资产负债率% 72.64
 总股本/流通A股(百万) 244/165
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与沪深300指数对比走势:



资料来源:聚源数据

相关研究

证券分析师

朱攀
 S0820525070001
 021-32229888-25527
 zhupan@ajzq.com

联系人

陆嘉怡
 S0820124120008
 021-32229888-25521
 lujiayi@ajzq.com

投资要点:

- **投资建议:** 首次覆盖, 给予“买入”评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.14/2.00/3.02 亿元, 对应 PE 为 268/19/12 倍。考虑光伏装机量持续提升推动光伏边框需求, 新能源汽车产量保持高速增长提升汽车轻量化产品需求, 公司以“光伏+新能源汽车”为主营业务, 布局海外产能建设, 且积极切入机器人等场景, 业绩有望持续改善, 公司 2027 年 PE 低于可比公司均值, 给予“买入”评级。
- **行业与公司情况:** 1) 概况: 公司主营新能源光伏(光伏边框)和汽车轻量化(铝型材)业务, 布局海外产能建设锚定海外市场, 积极开展机器人零部件业务, 未来增长点主要在于海外产能和市场、机器人和低空经济等新场景; 2) 新能源光伏: 全球光伏装机量推动光伏边框需求, 公司在光伏边框行业市占率较高, 且积极布局海外产能建设锚定海外市场, 加工费价格远高于国内, 是公司未来重要利润贡献点之一; 3) 汽车轻量化: 国内新能源汽车产量持续保持高速增长, 汽车轻量化需求推动铝型材用量提升, 收购芜湖必达打开与奇瑞汽车深度合作空间, 有望推动公司业绩增长; 4) 新应用场景: 机器人: 成立机器人公司, 积极布局机器人零部件产品并已完成图纸设计; 低空经济: 公司为头部飞行汽车公司供应零部件产品, 已处于交样件阶段, 有望塑造利润弹性。
- **有别于大众的认识:** 1) 市场担心光伏边框行业竞争加剧会导致公司盈利能力难以改善, 业绩前景不明朗。我们认为光伏装机需求持续增长, 光伏行业处于下行周期的最后阶段, 正在加速实现再平衡, 公司业绩有望改善; 2) 市场认为汽车轻量化行业竞争激烈, 盈利压力较大。我们认为公司收购芜湖必达深度绑定奇瑞汽车, 且海外产能相应加工费较高, 公司盈利能力有望改善。
- **关键假设点:** 1) 新能源光伏: 预计公司 2025-2027 年新能源光伏产品收入增速为 -5%/16%/14%, 毛利率为 5.0%/5.7%/5.5%; 2) 汽车轻量化: 预计公司 2025-2027 年汽车轻量化收入增速为 55%/120%/80%, 毛利率为 13.5%/15.5%/16%。
- **催化剂:** 1) 全球光伏装机量持续提升; 2) 收购芜湖必达深度绑定奇瑞汽车; 3) 海外产能建设。
- **风险提示:** 1) 市场竞争加剧风险; 2) 主要原材料价格波动的风险; 3) 国际贸易环境变化风险; 4) 下游需求不及预期风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,821	8,572	8,532	10,654	13,196
同比增长率(%)	61.6%	25.7%	-0.5%	24.9%	23.9%
归母净利润(百万元)	302	168	14	200	302
同比增长(%)	60.8%	-44.3%	-91.8%	1346.0%	50.7%
每股收益(元/股)	1.24	0.69	0.06	0.82	1.24
毛利率(%)	12.5%	7.4%	6.6%	8.0%	8.7%
ROE(%)	9.9%	5.6%	0.5%	6.2%	8.5%
市盈率	9.0	22.1	268.1	18.5	12.3

注:“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图表 1: 公司境内收入和毛利占比高

年份	境内收入(亿元)	境内毛利 (亿元)	境内毛利率	境外收入 (亿元)	境外毛利 (亿元)	境外毛利率
2022	41.17	6.43	15.61%	1.05	-	-
2023	64.33	8.01	12.46%	3.89	0.49	12.69%
2024	76.66	5.62	7.33%	9.06	0.73	8.10%
2025H1	32.81	2.16	6.59%	7.15	0.43	6.07%

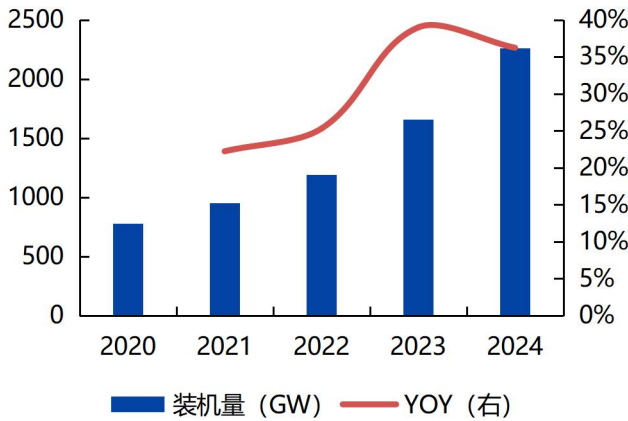
资料来源: iFind, 爱建证券研究所

图表 2: 2025H1 公司新能源光伏产品收入和毛利占比最高

产品	收入(亿元)	收入占比	毛利 (亿元)	毛利占比	毛利率
新能源光伏	32.96	82.48%	1.8313	70.51%	5.56%
汽车轻量化	3.34	8.35%	0.3581	13.79%	10.74%
其他业务	3.67	9.17%	0.4079	15.70%	11.13%
总计	39.96	100.00%	2.5973	100.00%	6.50%

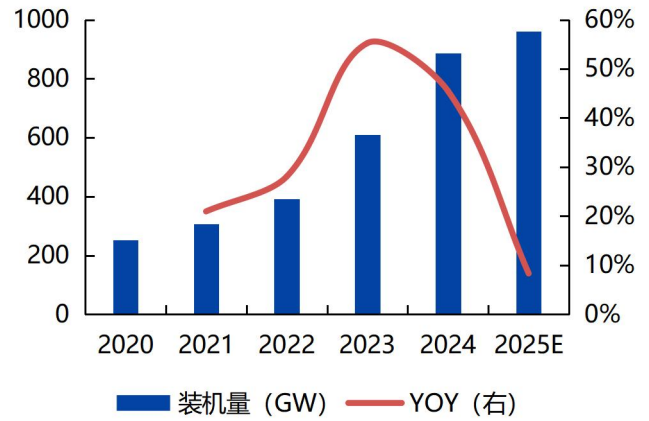
资料来源: iFind, 爱建证券研究所

图表 3: 2021 年以来全球光伏累计装机量年增速超 20%



资料来源: IEA, 爱建证券研究所

图表 4: 中国光伏累计装机量持续增长



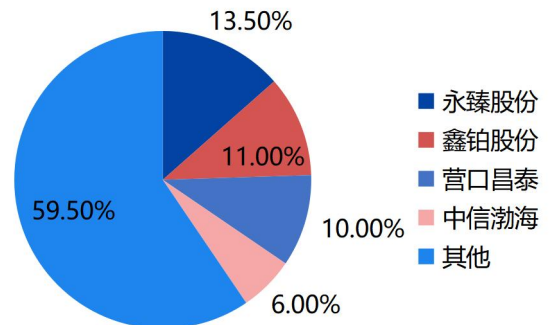
资料来源: 国家能源局, 爱建证券研究所

图表 5: TOPCon 双玻一体化成本边框占比 13%以上



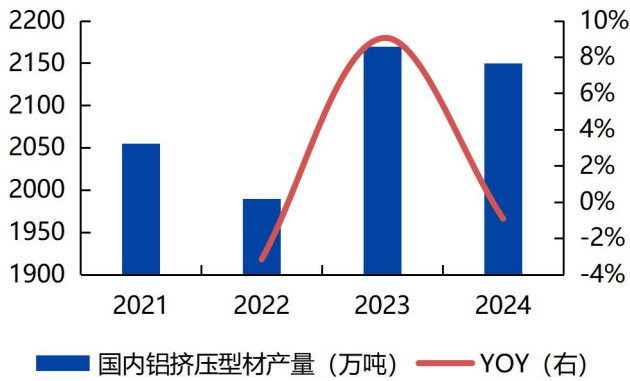
资料来源: InfoLink, 爱建证券研究所

图表 6: 2022 年鑫铂股份在光伏边框行业市占率 11%



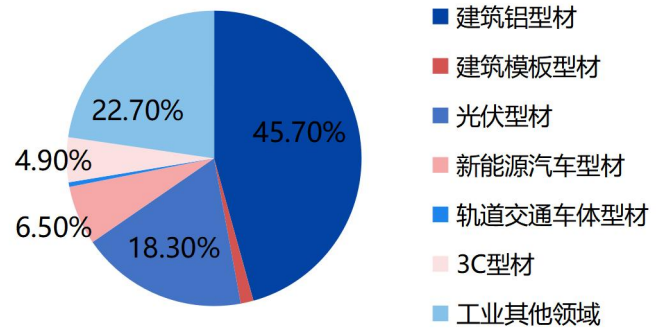
资料来源: 智研咨询, 爱建证券研究所

图表 7: 2024 年中国铝挤压型材产量超 2100 万吨



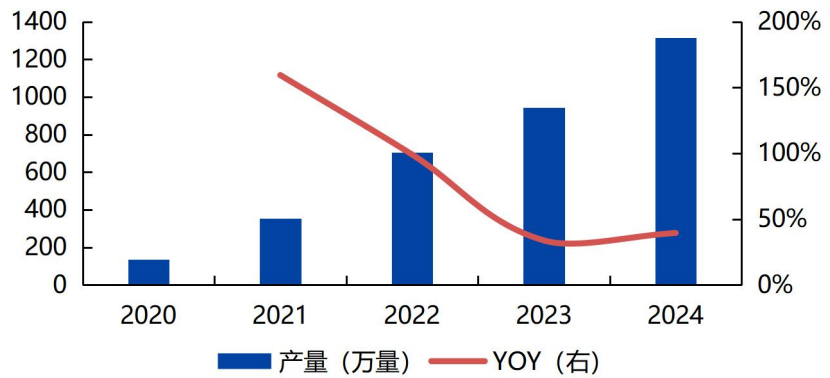
资料来源: 智研咨询, 爱建证券研究所

图表 8: 2024 年中国铝挤压型材消费结构中光伏和新能源汽车合计占比近 25%



资料来源: 智研咨询, 爱建证券研究所

图表 9: 中国新能源汽车产量持续增长, 2024 年超 1300 万辆



资料来源: 中国汽车工业协会, 爱建证券研究所

图表 10: 预计国内新能源汽车轻量化过程中单车用铝量逐渐提升

指标	2020 年	2025 年	2030 年
车辆装备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
高强度钢	强度 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000MPa 以上钢材有一定比例运用
铝合金	单车用铝量达到 190KG	单车用铝量达到 250KG	单车用铝量达到 350KG

资料来源: 观研天下, 爱建证券研究所

图表 11: 可比公司估值表

代码	名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603806.SH	福斯特	345.66	12.30	18.29	24.67	28.11	18.90	14.01
601865.SH	福莱特	331.81	8.21	15.24	21.75	40.41	21.77	15.26
002824.SZ	和胜股份	55.30	1.63	2.01	2.31	33.87	27.56	23.92
603381.SH	永臻股份	47.12	0.80	3.81	5.82	59.27	12.38	8.09
平均值						40.41	20.15	15.32
003038.SZ	鑫铂股份	37.16	0.14	2.00	3.02	268.11	18.54	12.30

资料来源: iFind, 爱建证券研究所 (备注: 所有可比公司业绩均为 iFind 一致预期, 基于 2025 年 12 月 19 日数据)

图表 12: 公司利润增长逻辑

项目	观点
利润增长逻辑	1) 新能源光伏: 全球光伏装机量推动光伏边框需求, 公司在光伏边框行业市占率较高, 且积极布局海外产能建设锚定海外市场, 加工费价格远高于国内, 是公司未来重要利润贡献点之一; 2) 汽车轻量化: 国内新能源汽车产量持续保持高增速, 汽车轻量化需求推动铝型材用量提升, 收购芜湖必达打开与奇瑞汽车深度合作空间, 有望推动公司业绩增长; 3) 新应用场景: 机器人: 成立机器人公司, 积极布局机器人零部件产品并已完成图纸设计; 低空经济: 公司为头部飞行汽车公司供应零部件产品, 已处于交样件阶段, 有望塑造利润弹性。
行业需求核心变量	1) 光伏装机量; 2) 新能源汽车产量; 3) 机器人出货量。
季度业绩趋势判断	光伏行业正在进入本轮下行周期的最后阶段, 整个光伏行业正在加速实现再平衡, 预计 2025Q4 行业和公司盈利出现好转; 2025 年 10 月国内新能源汽车产销量高于 Q3 单月, 需求向好; 我们预计 2025Q4 公司业绩提升。
公司跟踪的核心指标	1) 光伏装机量和公司边框行业市占率; 2) 新能源汽车产量和单车用铝量; 3) 机器人零部件供货进展。

资料来源: 公司公告, 爱建证券研究所

风险提示:

- 1) 市场竞争加剧风险:** 光伏行业增速较快, 吸引了一批企业参与其中, 导致市场竞争逐渐加剧, 若公司未能有效应对, 则会对业绩产生影响。
- 2) 主要原材料价格波动的风险:** 公司所用原材料中铝材所占比重较高, 若原材料价格出现较大幅度波动, 公司资金周转会出现一定压力。
- 3) 国际贸易环境变化风险:** 全球部分国家或地区推行贸易保护措施以促进本土企业发展, 全球贸易壁垒呈现逐渐加剧态势, 可能对公司全球化布局产生不利影响, 影响公司业绩。
- 4) 下游需求不及预期风险:** 虽然目前光伏和新能源汽车领域需求向好, 但如果后续光伏装机和新能源汽车销量不及预期, 公司业绩将承压。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,501	2,188	3,684	3,857	4,062	净利润	302	168	14	203	308
应收款项	2,418	3,246	3,396	4,511	5,659	折旧摊销	156	240	283	353	418
存货	578	976	1,300	1,582	2,070	营运资本变动	1,777	1,988	1,112	1,514	2,226
流动资产	5,680	7,035	8,598	10,215	12,131	经营活动现金流	-642	-459	1,258	-672	-257
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	973	900	1,086	1,013	1,025
固定资产	1,832	2,381	3,073	3,718	4,313	投资变动	-30	1	5	6	4
在建工程	470	323	338	280	206	投资活动现金流	-999	-894	-1,114	-1,034	-1,047
无形资产	117	129	167	210	258	银行借款	4,629	5,843	7,132	9,119	10,786
非流动资产	2,915	3,084	3,931	4,590	5,189	筹资活动现金流	2,511	626	1,351	1,874	1,503
资产合计	8,596	10,119	12,528	14,805	17,320	现金净增加额	870	-718	1,496	173	205
短期借款	3,985	5,111	6,199	7,987	9,454	期初现金	641	2,501	2,188	3,684	3,857
应付款项	601	772	1,504	1,511	1,932	期末现金	2,501	2,188	3,684	3,857	4,062
流动负债	601	772	1,504	1,511	1,932						
长期借款	644	732	932	1,132	1,332						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	704	815	1,072	1,287	1,512						
负债合计	5,545	7,102	9,494	11,566	13,772						
股本	178	244	244	244	244						
资本公积	2,177	2,031	2,031	2,031	2,031						
留存收益	736	833	847	1,048	1,350						
归母股东权益	3,051	3,017	3,035	3,236	3,539						
少数股东权益	0	0	30	38	49						
负债和权益总计	8,596	10,119	12,558	14,840	17,360						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,821	8,572	8,532	10,654	13,196
营业成本	5,971	7,937	7,967	9,800	12,052
税金及附加	33	44	41	51	65
销售费用	27	29	31	38	46
管理费用	105	141	154	174	216
研发费用	292	294	239	288	356
财务费用	65	89	135	165	214
资产减值损失	-3	-9	23	30	37
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资净收益	-8	3	0	0	0
营业利润	284	107	-37	134	237
营业外收支	42	40	50	54	59
利润总额	326	148	13	188	296
所得税	24	-21	-2	-15	-12
净利润	302	168	14	203	308
少数股东损益	0	0	0	3	6
归母净利润	302	168	14	200	302
EBITDA	579	524	550	862	1,093

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增速	61.6%	25.7%	-0.5%	24.9%	23.9%
营业利润增速	67.5%	-62.2%	-134.4%	-463.3%	76.5%
归母净利润增速	60.8%	-44.3%	-91.8%	1,346.0%	50.7%
盈利能力指标					
毛利率	12.5%	7.4%	6.6%	8.0%	8.7%
净利率	4.4%	2.0%	0.2%	1.9%	2.3%
ROE	9.9%	5.6%	0.5%	6.2%	8.6%
ROIC	3.9%	1.8%	0.1%	1.6%	2.0%
偿债能力					
资产负债率	64.5%	70.2%	75.8%	78.1%	79.5%
净负债比率	1.82	2.35	3.10	3.53	3.84
流动比率	1.17	1.12	1.02	0.99	0.99
速动比率	1.02	0.87	0.84	0.82	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.85	0.68	0.72	0.76
应收账款周转率	2.82	2.64	2.51	2.36	2.33
存货周转率	11.81	8.78	6.56	6.73	6.37
每股指标					
每股收益	1.69	0.69	0.06	0.82	1.24
每股经营性现金流	-3.60	-1.88	5.16	-2.76	-1.05
每股净资产	17.10	12.38	12.58	13.44	14.72
估值比率					
市盈率	9.00	22.07	268.11	18.54	12.30
市销率	0.40	0.43	0.44	0.35	0.28
市净率	0.89	1.23	1.21	1.14	1.04
EV/EBIT	13.64	30.49	35.77	22.47	19.90
EV/EBITDA	9.95	16.49	17.33	13.26	12.28

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归属爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。