

2023年04月21日

海达尔(836699):服务器滑轨国产替代, 家电滑轨高端迭代

北交所研究团队

——北交所新股申购报告

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

● 核心看点: 服务器滑轨进口替代, 家电滑轨高端转型

海达尔核心产品为滑轨, 服务器滑轨减少厚度能够使电子器件指数级别提升容量和运算速度, 最早入选本土服务器厂商合格供应商的企业之一。2019年实现销售, 逐步发展华为、新华三、华勤、中科曙光、烽火科技和浪潮、中兴通讯等客户。2020-2022年服务器滑轨收入由371万增至1695万, 实现规模化营收。以冰箱滑轨为首的家电滑轨受益高端品类更新迭代, 冰箱容积越大、温区越多, 单台冰箱中使用的滑轨等连接件的套数也会相应增加。2022年实现营收2.64亿(+1.22%), 归母净利润3013.75万(+0.24%); 毛利率和净利率分别为21.85%与11.43%, 研发支出936.87万元, 占比3.55%。

● 公司情况: 朱全海家族实控, 冰箱滑轨起家定标, 700余种品类, 募投扩产

成立于2012年末, 成立初期以冰箱滑轨作为切入点, 当前开拓海外市场, 未来发展全球布局。获得江苏省专精特新“小巨人”企业、江苏省级精密滑轨工程技术研究中心等荣誉。拥有国内及国际专利技术95项, 其中发明专利35项(含国际发明专利5项), 实用新型60项。作为第一起草人组织起草的行业标准《电冰箱用滑轨》(QB/T5424-2019)于2020年7月正式颁布实施。朱全海家族实控, 还拥有海达光能等企业, 华夏基金参与战配。拥有700余种产品品类, 定制化属性高。募投扩产超1倍, 建设期1.5年, 当前家电滑轨产能利用率饱和。

● 行业情况: 滑轨由三大组件与四大工艺组成, 市场判断消费家电2023年回温

常规滑轨由滑轨主体、安装支架、功能机构及其它辅件组成, 同时销售配套钣金件, 实现承载和滑动的主要功能。主要工艺流程包括自动滚压、冲压、表面处理与装配。据奥维云网, 冰箱零售规模整体保持在900-1,000亿元水平, 洗碗机、蒸烤箱等新型家电消费市场提升, 洗碗机全渠道零售额超过100亿元; 2015年至2022年, 嵌入式微蒸烤箱零售额规模从31亿元增长至71亿元。

● 发行价对应发行后PE(TTM) 15.0X, 可比公司均值27.8倍

从估值来看, 可比公司市值均值35.69亿元, 市盈率TTM均值27.8X, 中值30.6X。发行价为10.25元/股, 当前总股本为3300万股, 预计发行股数不超过1100万股(未考虑超额配售选择权), 对应发行后TTM市盈率为15.0X, 低于可比公司平均估值。公司服务器滑轨处于国内领先地位, 贡献新增长, 传统家电滑轨受益冰箱等家电市场回温。

● 风险提示: 市场竞争风险、主营产品细分市场空间偏小、新股破发的风险

相关研究报告

《于“隐形冠军”前夜, 待“专精特新”花开——北交所策略专题报告》

-2023.4.21

《产品出新推动国产替代, 与高校合作研发加速功率半导体器件测试领域成果产业化——北交所信息更新》

-2023.4.21

《汽车冷凝器细分龙头, 多年工艺的精进积累构筑产效壁垒及成本优势——北交所首次覆盖报告》-2023.4.21

目 录

1、 核心看点：服务器滑轨进口替代，家电滑轨高端转型.....	4
1.1、 服务器滑轨国产替代，2022 年实现规模化营收.....	4
1.2、 冰箱滑轨受益高端品类更新迭代.....	5
2、 公司情况.....	6
2.1、 发展历程：冰箱滑轨起家，起草行业标准.....	6
2.2、 股权结构：朱全海家族实控海达光能等企业，华夏基金参与战配.....	7
2.3、 主要产品：600 余种家电滑轨，约 100 种服务器滑轨.....	8
2.4、 募投项目：扩产超 1 倍，建设期 1.5 年.....	10
3、 行业情况.....	11
3.1、 滑轨详解：三大组件、四大生产工艺.....	11
3.2、 行业发展：2023 年冰箱市场回温，叠加洗碗机等家电消费增长.....	13
4、 同行对比：可比最新 PE TTM 均值 27.8X.....	15
5、 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 2016-2021 年全球服务器市场规模提升，滑轨能侧面提升容量和运算速度.....	4
图 2： 2020-2022 年服务器滑轨收入由 371 万增至 1695 万，实现规模化营收.....	4
图 3： 高端冰箱市场增长带动滑轨数量提升.....	5
图 4： 近 5 年营收连续增长，2022 年 2.64 亿.....	5
图 5： 归母净利润上升趋势，2022 年 3013.75 万.....	5
图 6： 毛利率处于 20% 水平，2022 年 ROE 33.67%.....	6
图 7： 2022 年支出 936.87 万用于研发.....	6
图 8： 公司发展三步走，专利规避、产品拓展到全球布局.....	6
图 9： 本次发行前，朱全海、朱光达、陆斌武三人合计持有公司全部股份.....	7
图 10： 核心滑轨产品大客户集中于海尔、美的等家电领域与华为、中科曙光等服务器领域.....	8
图 11： 滑轨销售连续正增长.....	10
图 12： 家电滑轨 2022 年收入 2.38 亿，是主要营收成分.....	10
图 13： 家电滑轨产能利用率接近饱和，服务器滑轨有提升空间.....	11
图 14： 滑轨下游以家电为主，相关钣金件为滑轨配套辅助.....	12
图 15： 家电滑轨以高度分类（图左），服务器滑轨以厚度分类（图右）.....	12
图 16： 滑轨生产始于自动滚压，有多种冲压类型.....	13
图 17： 精密金属连接件下游为家电、服务器、家具、汽车等.....	14
图 18： 2017-2023 年中国冰箱市场整体规模在 900-1000 亿之间.....	14
图 19： 2022 年洗碗机全渠道零售额达百亿规模.....	15
图 20： 2015 - 2022 年，嵌入式微蒸烤箱零售额规模从 31 亿增长至 71 亿.....	15
表 1： 朱全海家族投资了海达光能、江苏恒源祥等诸多企业.....	7
表 2： 华夏基金等 5 家投资者参与战略配售.....	8
表 3： 轻、中、重型滑轨覆盖各类接触标准与环境温度.....	9
表 4： 服务器滑轨主要满足轻薄和承重两大特性.....	10
表 5： 此次上市发行募资 1.82 亿用于扩产研发.....	10

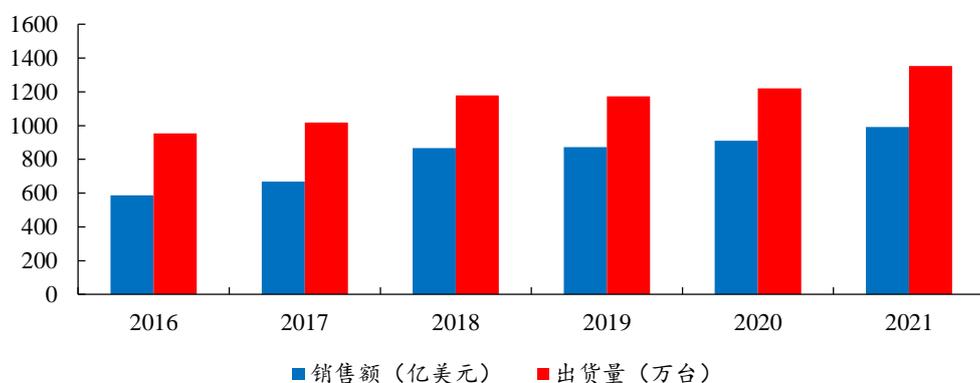
表 6: 四大生产流程工艺: 自动滚压、冲压、表面处理与装配.....	13
表 7: 国外企业占据高端市场, 集中度高	15
表 8: 与星徽股份相比, 规模暂存差距, 研发费用与毛利率具备优势	16
表 9: 可比公司最新 PE(TTM)均值 27.8X.....	16

1、核心看点：服务器滑轨进口替代，家电滑轨高端转型

1.1、服务器滑轨国产替代，2022 年实现规模化营收

服务器滑轨为服务器机箱和机柜的移动性精密结构连接件，滑轨截面厚度决定了服务器机箱对空间的利用程度，服务器滑轨每减少 0.1mm 的截面厚度即可为电子器件提供等值的平面尺寸及空间容积，而电子器件每 0.1mm 的平面尺寸及空间容积可以提升指数级别的容量和运算速度，因此超薄且高承载属性提高了服务器滑轨的进入门槛。当前国产品牌的市场占有率相对较低，但随着全球的服务器行业逐步向我国转移，国产化需求持续释放，公司成为最早入选本土服务器厂商合格供应商的企业之一。

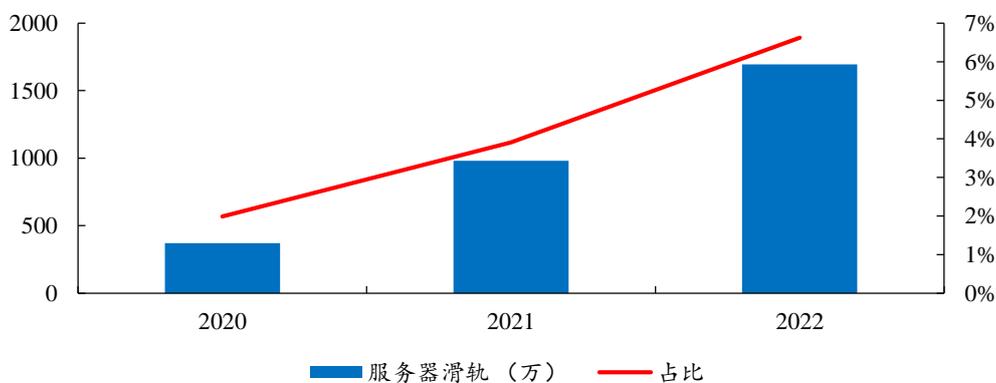
图1：2016-2021 年全球服务器市场规模提升，滑轨能侧面提升容量和运算速度



数据来源：IDC、开源证券研究所

产品在 2019 年实现销售，已逐步成为华为、新华三、华勤、中科曙光、烽火科技和浪潮、中兴通讯等服务器生产商的合格供应商。2020-2022 年销售金额分别为 370.58 万元、980.47 万元和 1,695.42 万元，占滑轨销售收入的比例分别为 1.99%、3.91%和 6.62%，是新的业绩增长点。

图2：2020-2022 年服务器滑轨收入由 371 万增至 1695 万，实现规模化营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、冰箱滑轨受益高端品类更新迭代

终端消费结构升级，促进高端冰箱市场增长。精密滑轨主要应用在大容积、多温区、价格相对较高的高端冰箱中，且冰箱容积越大、温区越多，单台冰箱中使用的滑轨等连接件的套数也会相应增加。

市场统计调研机构一般按照市场销售价格高低确定高端冰箱标准并对冰箱销量进行分类统计，根据奥维云网将 8,000 元以上的冰箱作为高端冰箱统计标准，价位为 8-10K、10-15K、15-20K、20K+ 的高端冰箱产品线下零售额占比均逐年提升，其中 10-15K 产品零售额总占比最高且增幅最大为 11%。2022 年度，价位高于 8K 冰箱产品线下零售额占比近 50%，较 2017 年占比 23.3% 增加超过一倍，高端冰箱已成为市场的主要构成部分。

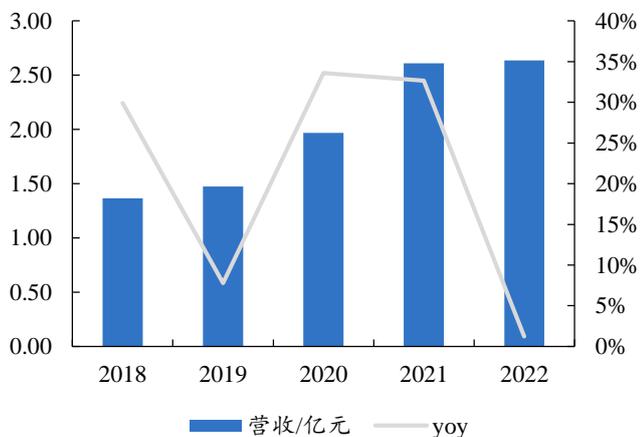
图3：高端冰箱市场增长带动滑轨数量提升



资料来源：奥维云网、招股说明书

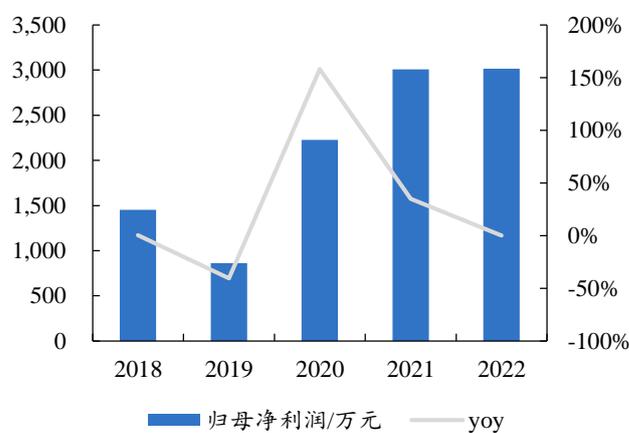
2022 年实现营收 2.64 亿(+1.22%)，归母净利润 3013.75 万(+0.24%)；毛利率和净利率分别为 21.85% 与 11.43%，研发支出 936.87 万元，占比 3.55%。

图4：近 5 年营收连续增长，2022 年 2.64 亿

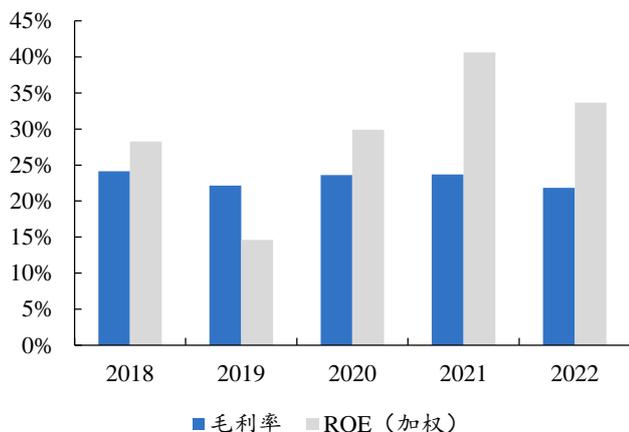


数据来源：Wind、开源证券研究所

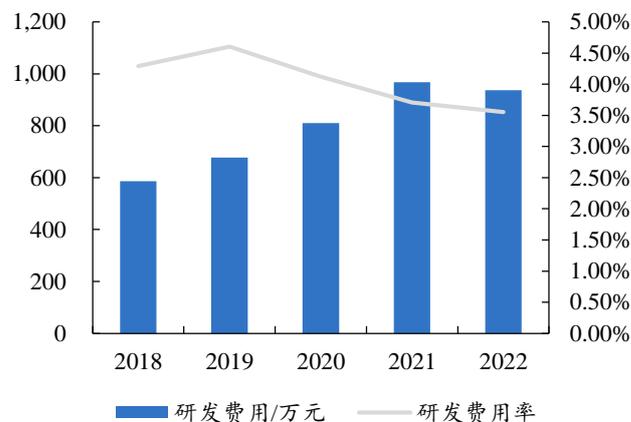
图5：归母净利润上升趋势，2022 年 3013.75 万



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：毛利率处于 20% 水平，2022 年 ROE 33.67%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022 年支出 936.87 万用于研发


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、公司情况

2.1、发展历程：冰箱滑轨起家，起草行业标准

无锡海达尔精密滑轨股份有限公司成立于 2012 年末，成立初期以冰箱滑轨作为切入点，以专利规避为主要目标开展产品研发，初步完成了大客户的开发并形成规模化生产。经过多年发展，获得了高新技术企业、江苏省专精特新“小巨人”企业、江苏省级精密滑轨工程技术研究中心、无锡市瞪羚企业等荣誉和资质。目前拥有国内及国际专利技术 95 项，其中发明专利 35 项（含国际发明专利 5 项），实用新型 60 项。同时积极推进冰箱滑轨相关行业标准的建立，作为第一起草人组织起草的行业标准《电冰箱用滑轨》(QB/T5424-2019)于 2020 年 7 月正式颁布实施。

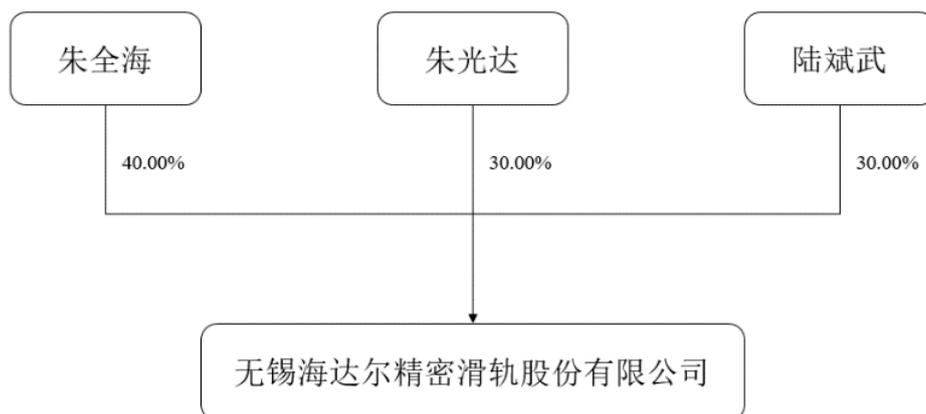
图8：公司发展三步走，专利规避、产品拓展到全球布局


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、股权结构：朱全海家族实控海达光能等企业，华夏基金参与战配

海达尔控股股东、实际控制人为朱全海、朱光达、陆斌武。朱全海与朱光达系父子关系，朱全海与陆斌武系翁婿关系。截至 2023 年 4 月，朱全海持有 1,320 万股股份、占总股本的 40%，朱光达持有 990 万股股份、占总股本的 30%，陆斌武持有 990 万股股份、占总股本的 30%，三人合计持有公司全部股份，本次发行前无公众股东。

图9：本次发行前，朱全海、朱光达、陆斌武三人合计持有公司全部股份



资料来源：招股说明书

朱全海家族还设立或投资了以海达光能、江苏恒源祥为代表的众多企业。朱丽娜为朱全海女儿，担任海达尔董事会秘书一职。其中海达光能正筹备主板上市，主营业务为光伏玻璃及特种玻璃的研发、生产和销售，2021 年实现营收 9.08 亿，归母净利润 8146 万。

表1：朱全海家族投资了海达光能、江苏恒源祥等诸多企业

姓名	职务	对外投资企业	持股比例
朱全海	董事	无锡海达光能股份有限公司	31.11%
		江苏恒源祥羊绒制品有限公司	49.00%
		无锡市海达集装箱厂	100.00%
		无锡恒天地物业管理有限公司	100.00%
朱光达	董事长、总经理	无锡海达光能股份有限公司	5.33%
		无锡海达光能股份有限公司	8.00%
		江苏海达国际贸易有限公司	100.00%
朱丽娜	董事会秘书	Amarahsiam CO.,LTD (泰国)	49.00%
		上海泮漾企业管理合伙企业 (有限合伙)	72.73%
		阿普尔顿特种玻璃 (太仓) 有限公司	20.00%
		阿普尔顿实业 (上海) 有限公司	20.00%
		常州市丽娜物联技术有限公司	28.80%
		青岛越驰股权投资合伙企业 (有限合伙)	3.52%

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

本次上市吸引了以华夏基金为代表的 5 家战略配售投资者。

表2：华夏基金等5家投资者参与战略配售

序号	名称	承诺认购股数（万）	限售期安排
1	无锡惠开正泽创业投资合伙企业（有限合伙）	88	6个月
2	绍兴市上虞区财新创业投资合伙企业（有限合伙）	66	6个月
3	华夏基金管理有限公司（华夏北交所创新中小企业精选两年定开混合型发起式证券投资基金）	22	6个月
4	北京博雅教服国际教育科技有限公司	22	6个月
5	无锡市兄弟金属塑料厂	22	6个月
	合计	220	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、主要产品：600余种家电滑轨，约100种服务器滑轨

海达尔核心产品为**精密滑轨**，同时销售滑轨相关的**配套钣金件**，主要用于各类家电抽屉等搁物装置的滑动连接核心部件和服务器的**重要连接部件**。公司构建了品类丰富的精密滑轨供应平台，涵盖700余种产品型号，**主要分为家电滑轨（600种左右）、服务器滑轨（约100种）**两类。具备为客户提供全套、全品类、多领域滑轨产品的配套服务能力。

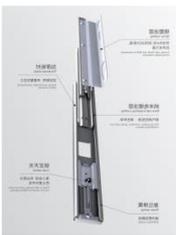
图10：核心滑轨产品大客户集中于海尔、美的等家电领域与华为、中科曙光等服务器领域


资料来源：招股说明书

家电领域：国内知名的滑轨供应商，与海尔、海信、美的、美菱、BSH、伊莱克斯（Electrolux）、松下（Panasonic）等国内外主流家电厂商保持着长期稳定的合作关系，并在主要客户的供应链系统内成为**首选供应商**。顺应市场需求和行业发展趋势，**积极开拓全球市场，出口业务逐年增加**，客户范围包括德国、土耳其、泰国、意大利、墨西哥、匈牙利等国家，终端消费者遍及20多个国家及地区。

按照最大载荷可分为轻型轨、中型轨、重型轨，最大载荷区间为25kg至80kg，原材料符合RoHS、REACH及FDA、EU、GB食品接触等标准，适用于-40℃至300℃环境温度。

表3: 轻、中、重型滑轨覆盖各类接触标准与环境温度

类别	系列	产品名称	产品图示	产品特点及应用
轻型	27 系列	两节末端锁止滑轨		末端锁止滑轨，在滑轨闭合时可限制活动轨位移，安全可靠； 弹簧钢挂钩易卡位安装； 采用不锈钢加厚材质，承重力强，坚实耐用。 产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
轻型	27 系列	三节回弹滑轨		三节滑轨可全部展开，更大程度上利用空间； 展开及闭合端有“降噪碰撞”功能，静音轻柔； 回弹性能具备省力属性。 产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
中型	35 系列	三节双排钢珠滑轨		双排实心钢珠联动，保证推拉过程中的顺畅稳定； 同时增加承重，检测承重可达 35kg； 展开及闭合端有“降噪碰撞”功能，静音轻柔。 产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
中型	36 系列	三节超薄滑轨		超薄截面厚度，提高箱体利用率； 静音缓冲胶塞，闭合及开启更自然； 按压回弹，省力便捷。 产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
中型	37 系列	三节自锁环保滑轨		设置锁定开关机构，推入自闭，拉出阻力，防止意外开启，安全可靠； 纳米电镀涂层，耐气候性强，绿色环保； 嵌入复位弹簧，缓冲更加静音。 产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
中型	45 系列	三节内置阻尼滑轨		嵌入高精度不锈钢钢球，闭合及开启更顺滑； 阻尼利用液体的缓冲性能，抽拉过程静音轻柔； 兼具按压回弹，省力便捷。 产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
重型	53 系列	齿轮齿条同步滑轨		独有齿轮齿条同步机构，可实现同步运动； • 截面一体化，可实现超展长延伸； 滑轨隐藏在箱体内，兼顾使用安全和安装方便。 产品用于冰箱、烤箱、洗衣机、洗碗机、家具等。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

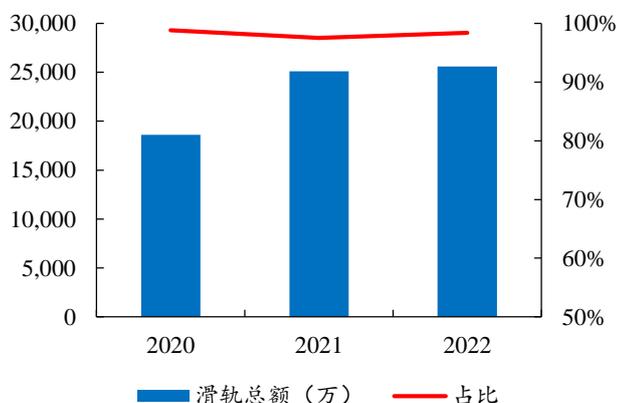
服务器领域：轻薄承重轨，最大荷载区间为 40kg 至 130kg，且具有机箱落下锁定、拉出锁定、三节轨道顺序运动、前后支架免工具安装、连接理线架等功能，适用于复杂的安装环境。

表4: 服务器滑轨主要满足轻薄和承重两大特性

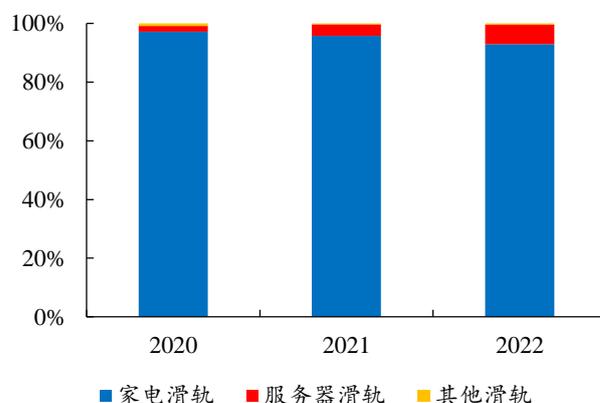
类别	系列	产品名称	产品图示	产品特点及应用
轻薄承重型	7.2 系列	三节拉出锁定滑轨		最大行程长达 855mm，推拉顺畅； 拉出锁定，保障安全。 产品用于 1U/2U 服务器机箱机柜等。
轻薄承重型	7.7 系列	三节多孔位滑轨		多点预留固定孔位，免工具科学安装； 最大荷载 80-130kg，满足载重需求。 产品用于 4U 服务器机箱机柜等。
轻薄承重型	9.6 系列	三节顺序锁定滑轨		推拉顺畅，特殊结构设计按顺序锁定； 支持理线架。 产品用于 1U/2U 服务器机箱机柜等。
轻薄承重型	摩擦式	摩擦式滑轨		采用冷轧板材质， 轻薄但承重性强，坚实耐用。 产品用于服务器机箱安装。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

连续三年正增长，复合增长率 17.26%。2022 年滑轨收入 25,595.44 万元(+1.97%)。其中家电滑轨贡献 92.92%，2020-2022 年轨销售金额分别为 18,092.21 万元、24,037.54 万元和 23,782.23 万元，复合增长率 14.65%。受疫情影响冰箱滑轨为首的家电滑轨 2022 年承压。

图11: 滑轨销售连续正增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12: 家电滑轨 2022 年收入 2.38 亿，是主要营收成分


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、募投项目：扩产超 1 倍，建设期 1.5 年

此次拟募集 18234.22 万用于精密滑轨自动化生产基地建设、研发中心与补充流动资金。建设期为 1.5 年。

表5: 此次上市发行募资 1.82 亿用于扩产研发

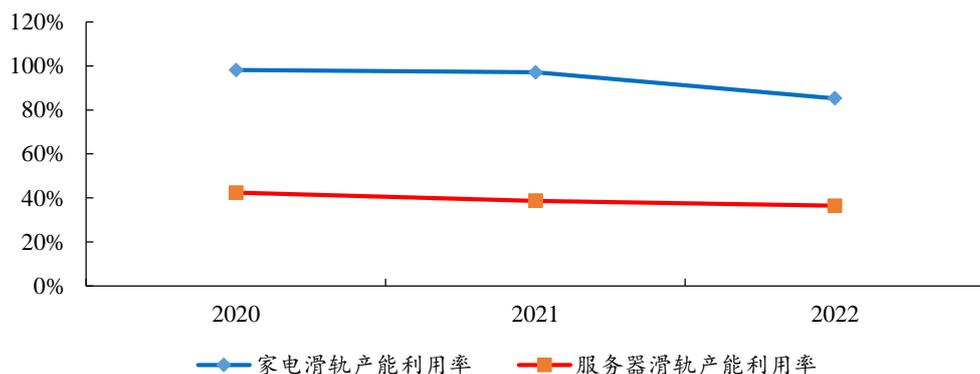
募投项目	募集资金投入金额 (万)
精密滑轨自动化生产基地建设项目	15,234.22
研发中心建设项目	2,000.00
补充流动资金	1,000.00

募投项目	募集资金投入金额（万）
合计	18,234.22

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

此次将新增滑轨 2,750 万支（套）/年的产能规模。截止 2022 年共有产能家电滑轨 1772.75 万支（套），服务器滑轨 48 万支（套）。当前家电滑轨产能利用率接近饱和。

图13：家电滑轨产能利用率接近饱和，服务器滑轨有提升空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

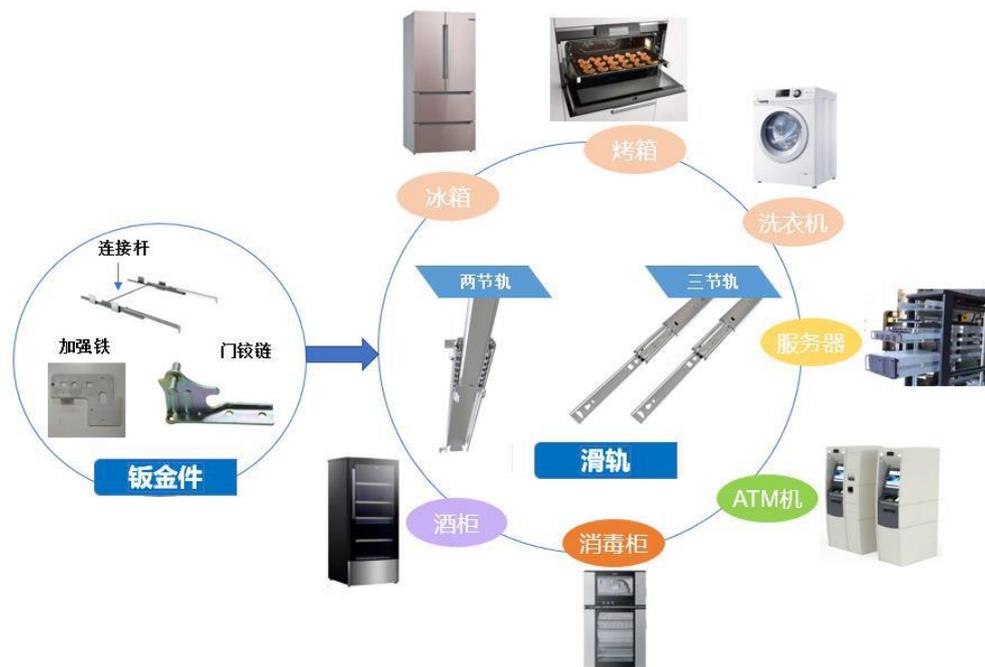
3、行业情况

3.1、滑轨详解：三大组件、四大生产工艺

常规滑轨由滑轨主体、安装支架、功能机构及其它辅件组成：滑轨主体主要由固定轨（外轨）和活动轨（内轨）组成，具有两节或三节的（含中轨）结构设计，可借助滑轨内滚珠的滚动实现减少摩擦阻力、减弱噪音等目的，实现承载和滑动的主要功能；安装支架是根据家电内部结构使连接方式优化的附件；功能机构可以使滑轨具有锁止、回弹、缓冲、左右滑轨同步运行等增加体验感的功能。

配套钣金件主要是利用冲压技术，对金属材料进行冲孔等加工而获得特定形状、规格的部件，通常安装使用于特定环境所需的跟滑轨组件紧密相连的部分。为了提高滑轨安装的契合度，一般同时提供滑轨以及相关配套件。

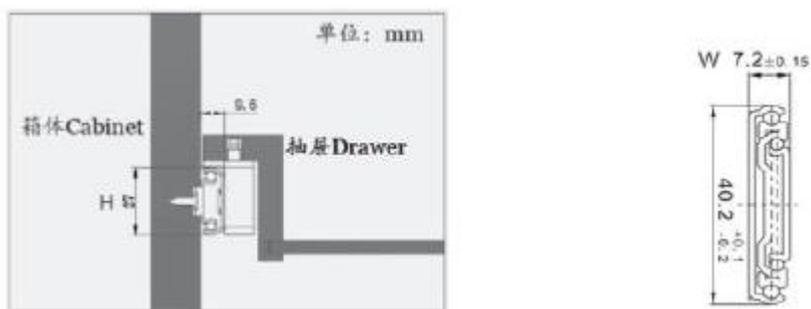
图14：滑轨下游以家电为主，相关钣金件为滑轨配套辅助



资料来源：招股说明书

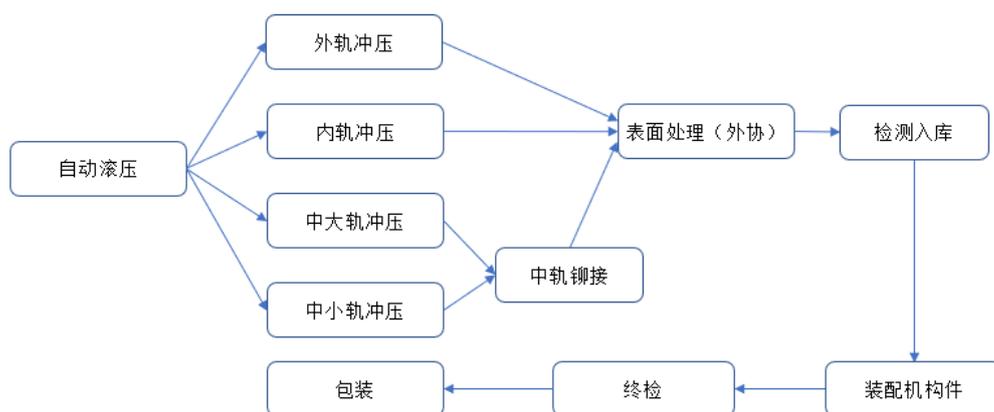
不同应用领域和客户所需的滑轨产品根据使用场景及使用侧重点有着不同的种类和命名规则，家电滑轨一般按公称高度（mm）进行分类，服务器滑轨一般按截面厚度（mm）进行分类。

图15：家电滑轨以高度分类（图左），服务器滑轨以厚度分类（图右）



资料来源：招股说明书

生产的主要工艺流程包括自动滚压、冲压、表面处理与装配。

图16：滑轨生产始于自动滚压，有多种冲压类型


资料来源：招股说明书

表6：四大生产流程工艺：自动滚压、冲压、表面处理与装配

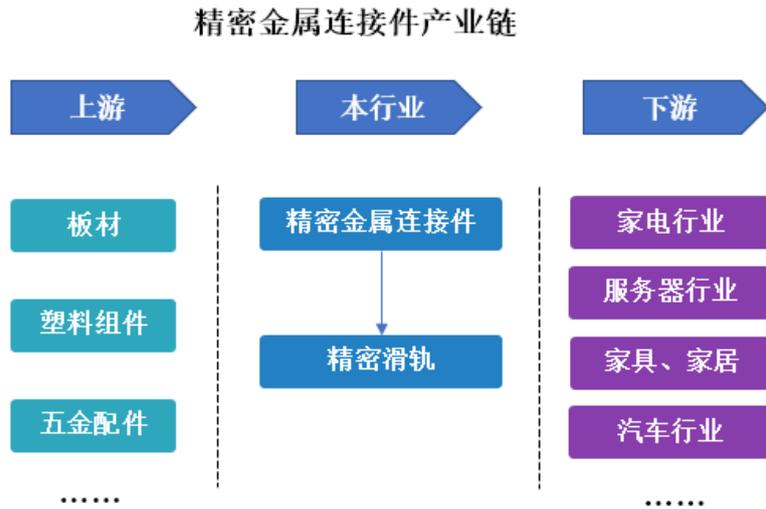
工序	工作内容	主要技术
自动滚压	在常温下利用金属的塑性变形，使板材经过滚压机时依据已设定的截面模具从而达到改变表层结构、机械特性、形状和尺寸的目的。	采用经高精度研磨和氮化表面处理的滚轮模具以及一体焊接成型的基座滚压成型，配以自动连续多工位冲裁的油压系统，使一台设备完成所有成型工序。
冲压	利用高速精密冲床对原材料进行冲压得到所需形状和尺寸的工件。	连续多工位自动冲裁，将工件所有工序集中于一个模具之上，一次成型，无需二次加工；还增加可变工位，包括设定不同长度工件在不同位置需要增加的不同工艺，并在生产中自动连续完成。
表面处理	在冲压件表面上形成一层与基体的机械、物理性能不同的表层，隔绝金属基体与空气接触并形成不同电位差，满足产品的耐蚀性功能要求。	-
装配	装配包括内外轨道的连接、钢珠保持架和钢珠的装配、加润滑油、打挡点、铆接、安装塑料配件等。	一体化自动组装技术，采用多工位连续自动装配，使十几道工序在一台设备上完成。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、行业发展：2023年冰箱市场回温，叠加洗碗机等家电消费增长

精密滑轨具体属于精密金属连接件行业，下游应用领域广泛，包括家电、服务器、家具、家居和汽车行业等，不同领域的产品需求差异明显。大型客户需要的产品大都为定制化产品。

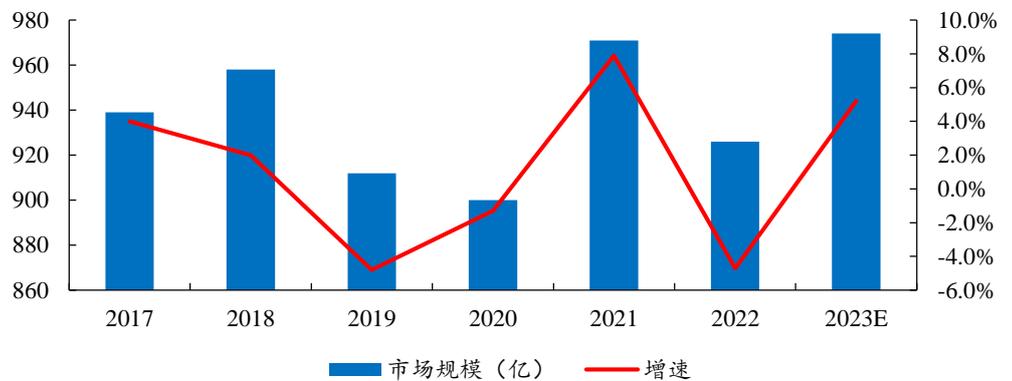
图17：精密金属连接件下游为家电、服务器、家具、汽车等



资料来源：招股说明书

2023 年冰箱市场增速有望回升。据奥维云网，2017-2022 年我国冰箱零售规模呈波动变化趋势，整体保持在 900-1,000 亿元水平。2017-2018 年规模连续扩大，分别达到 939 亿元、958 亿元；2023 年将上升至 974 亿元。稳定的冰箱市场需求及以**产品更新迭代**为主的发展趋势，将为行业提供潜在增量。

图18：2017-2023 年中国冰箱市场整体规模在 900-1000 亿之间



资料来源：奥维云网、开源证券研究所

洗碗机、蒸烤箱等新型家电消费市场提升。根据奥维云网推总数据显示，2022 年洗碗机全渠道零售额超过 100 亿元，已达到百亿的零售规模，2013 年到 2022 年的年均复合增长率达 40.84%，2015 年至 2022 年，嵌入式微蒸烤箱零售额规模从 31 亿元增长至 71 亿元。

图19：2022年洗碗机全渠道零售额达百亿规模


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图20：2015 - 2022年，嵌入式微蒸烤箱零售额规模从31亿增长至71亿


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

4、同行对比：可比最新 PE TTM 均值 27.8X

在金属连接件行业中，国内企业规模普遍较小，品牌众多，主要集中于中低端市场。在家电滑轨和服务器滑轨等中高端市场，行业集中度较高，除海达尔外，行业内主要企业还有美国雅固拉公司、德国海蒂诗公司、广东星徽精密制造股份有限公司、川湖科技股份有限公司以及美国泛亚公司等。

表7：国外企业占据高端市场，集中度高

企业名称	简介
雅固拉 (Accuride)	成立于 1962 年，总部位于美国加利福尼亚州，是世界上具有规模的专门从事滚珠滑轨的设计和制造的公司。雅固拉的系列滑轨应用非常广泛，从家具、高端电器、机壳到汽车和各种工业设备。雅固拉于 2005 年在中国成立了雅固拉国际精密工业（苏州）有限公司，负责在中国乃至亚太地区的产品设计、生产与销售。
海蒂诗 (Hettich)	总部位于德国基希伦根，产品包括：抽屉系列、滑轨系统、铰链移门和折叠门系统等。海蒂诗于 1999 年进入中国市场，成立海蒂诗五金配件（上海）有限公司，深耕中国的厨房、住宅、办公家具领域，同时也涉猎中国的地产及酒店工程项目。
星徽股份 (300464)	成立于 1994 年，总部位于广东省佛山市顺德区，在意大利、美国、德国、日本、中国香港、长沙、深圳、清远、泰州设有子公司，是一家集研发、制造、销售于一体的现代化工业企业。公司生产的滑轨、铰链等五金产品广泛应

企业名称	简介
	用于家具、电器、工业设备、金融设备、汽车、IT 等行业。
无锡晶美精密滑轨有限公司 (Concise)	成立于 2013 年，致力于研发、制造家用电器和工业设备滑轨，已取得滑轨商标“卡萨思”、“CONCISE”，客户包括海尔、松下、格力、伊莱克斯、恒银、东方通信、长城信息等。
川湖科技 (2059.TW)	成立于 1986 年，总部位于中国台湾，是国际知名滑轨与铰链制造厂商，在上海有销售处，主要从事高科技滑轨、服务器零件、笔记本电脑专用铰链、隐藏式铰链等产品的研发、设计、生产及销售。
泛亚电子 (CIS Global LLC)	成立于 1955 年，总部位于美国。泛亚的产品包括滑轨、机械零配件、精冲模、PDU 电源分配器等。2000 年，泛亚在中国成立了泛亚电子工业（无锡）有限公司，负责家用电器、IT 服务器、ATM 机领域的滑轨及 PDU 电源的生产、加工与销售。

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

对标公司选取中，除星徽股份亦有滑轨产品生产，业务相似，其余隶属于精密金属连接件的公司业务关联性不大。

表8：与星徽股份相比，规模暂存差距，研发费用与毛利率具备优势

名称	规模	研发	毛利率
星徽股份	建筑、安全用金属制品制造营收 10.50 亿	2021 年度研发投入比例 3.06%	建筑、安全用金属制品制造综合毛利率 12.21%
海达尔	2022 年营收 2.64 亿	2021 年度研发投入比例为 3.71%	综合毛利率 23.69%

数据来源：Wind、开源证券研究所

从估值来看，可比公司市值均值 35.69 亿元，市盈率 TTM 均值 27.8X，中值 30.6X。发行价为 10.25 元/股，当前总股本为 3300 万股，预计发行股数不超过 1100 万股（未考虑超额配售选择权），对应发行后 TTM 市盈率为 15.0X。服务器滑轨处于国内领先地位，贡献新增长，传统家电滑轨受益冰箱等家电市场回温。

表9：可比公司最新 PE(TTM)均值 27.8X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE (TTM)	2021 年营收/亿元	2021 年归母净利润/万元	三年营收 CAGR	三年归母净利润 CAGR	2021 年毛利率
星徽股份	300464	21.37	-1.4	36.60	-152362.99	72.65%	-1006.70%	22.53%
丰光精密	430510	11.66	15.8	2.63	4892.71	12.84%	30.42%	36.75%
上海沿浦	605128	29.51	51.3	8.27	7048.11	-0.30%	-4.32%	19.22%
祥鑫科技	002965	80.22	45.4	23.71	6408.34	17.06%	-23.09%	16.45%
均值		35.69	27.8					
中值		25.44	30.6					
海达尔	836699	4.51	15.0	2.61	3006.60	24.14%	40.86%	23.69%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截止 2023.4.20）

5、风险提示

市场竞争风险、主营产品细分市场空间偏小、新股破发的风险

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，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn