

其他电子零部件 III

瑞玛精密 (002976.SZ)

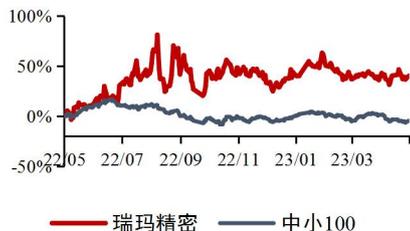
买入-A(首次)

转型发展的汽车零部件新贵

2023年5月17日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年5月16日

收盘价(元):	24.61
总股本(亿股):	1.20
流通股本(亿股):	1.20
流通市值(亿元):	29.53

基础数据：2023年3月31日

每股净资产(元):	7.34
每股资本公积(元):	2.80
每股未分配利润(元):	2.43

资料来源：最闻

分析师:

林帆

执业登记编码: S0760522030001

邮箱: linfan@sxzq.com

研究助理:

张子峰

邮箱: zhangzifeng@sxzq.com

投资要点:

➤ **通信行业精密金属冲压件企业逐步向汽车零部件转型。**瑞玛精密成立于2012年,主要从事精密零部件及相应模具的研发、生产和销售,覆盖领域包括移动通信、汽车、电力电气等行业。公司与全球知名的移动通信主设备商、电子制造服务商及大型跨国汽车零部件供应商均保持良好的业务合作关系,通信业务主要客户有伟创力、诺基亚、爱立信、中天科技等,汽车零部件业务主要客户有采埃孚天合、斯凯孚、法雷奥、大陆、博世、博格华纳、麦格纳、安波福、蒂森克虏伯、德尔福、敏实集团、延锋、拓普集团等。

2022年公司实现营收12.06亿元(其中,汽车及新能源汽车业务实现营收7.62亿元,同比+98.54%;移动通讯业务实现营收3.27亿元,同比+26.69%),同比+59.78%;归母净利润0.67亿元,同比+46.66%;扣非后归母净利润0.73亿元,同比+105.95%,业绩大幅提升主要系广州信征于下半年开始并表增厚所致。公司2022年度新开发与承接汽车及新能源汽车精密结构件产品订单(全生命周期)约17亿元,其中新能源汽车项目订单占比超70%。2023年一季度公司实现营收3.37亿元,同比+54.98%;归母净利润0.24亿元,同比+38.09%;扣非后归母净利润0.23亿元,同比+42.76%,主要因广州信征并表以及原有业务增长带来业绩较大幅度的提升。

2022年公司汽车零部件业务营收占比为63.15%,通讯业务营收占比为27.10%,已成功从移动通讯精密金属零部件企业转型至汽车零部件企业。

➤ **收购广州信征进入汽车电子和智能座舱领域。**公司以人民币9850万元收购广州市信征汽车零件有限公司36.48%股权并向标的公司增资人民币8000万元,完成后合计持有标的公司51%股权。广州信征主要生产各类汽车线束、座椅舒适系统及相关电控系统ECU等,下游客户包括广汽集团、比亚迪、长城、吉利、小鹏等国内知名整车厂。2021年度广州信征实现营收2.49亿元,同比+50.14%,净利润0.17亿元,同比+29.10%;2022年广州信征实现营收2.42亿元,营业利润0.22亿元。本次交易完成后,广州信征纳入公司合并报表范围(2022年6月起开始并表)。通过本次收购,公司成功切入汽车智能座舱系统,产品布局由零部件升级至子系统。

截至2022年9月,信征零件湖南永州工厂已顺利投产,实现间接向华为智选EH3、比亚迪、广汽埃安及理想汽车供应产品,同时,公司北美墨西哥工厂顺利承接新能源整车厂T客户H项目座椅结构件产品订单;苏州工厂已实现间接向蔚来供应座椅结构件。

➤ **拟收购英国普拉尼德进入车用空气悬挂业务,进一步强化产品从零部件**



**到系统总成的战略升级。**公司及子公司香港瑞玛拟通过发行股份及支付现金的方式购买香港大言 51%的股权及普拉尼德 12.75%的股权，并由公司或其全资子公司向普拉尼德增资人民币 8000 万元，交易完成后将合计持有普拉尼德 56.26%的股权。

普拉尼德是英国一家专业的汽车空气悬架系统集成商，与主要客户 Rivian、Alexander、Isuzu 等均建立了稳定的合作关系。普拉尼德 2020 年营收 5004.97 万元，净利润-1757.39 万元；2021 年营收增至 10412.55 万元，同比+108.04%，净利润亏损减小至-482.62 万元；2022 年前十月，营业收入 42728.85 万元，净利润 5590.91 万元，公司业务受益于新能源车渗透率的迅速提高而实现了快速增长。

公司与普拉尼德合资设立普莱德汽车科技（苏州）有限公司，全面吸收普拉尼德在空气悬架领域的技术与工程经验，加快空气悬架产品及系统在国内市场应用的落地，预计今年下半年将会投产。

通过对广州信征和普拉尼德的收购，公司将逐步完成从汽车零部件供应商向系统总成供应商的战略升级，盈利能力有望进一步提升。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.33/1.79/2.32 亿元，同比分别增长 99.1%/34.3%/29.6%，对应 EPS 分别为 1.11/1.49/1.93 元，对应于 2023 年 5 月 16 日收盘价 24.61 元的 PE 分别为 22.2/16.5/12.7 倍。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

➤ **风险提示：**汽车产销量增长不及预期，拟收购普拉尼德进展不及预期。

**财务数据与估值：**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	755	1,206	1,720	2,325	3,050
YoY(%)	29.2	59.8	42.6	35.2	31.2
净利润(百万元)	46	67	133	179	232
YoY(%)	-17.8	46.7	99.1	34.3	29.6
毛利率(%)	23.9	24.8	23.5	23.6	23.7
EPS(摊薄/元)	0.38	0.56	1.11	1.49	1.93
ROE(%)	5.4	8.6	14.5	16.2	17.2
P/E(倍)	64.7	44.1	22.2	16.5	12.7
P/B(倍)	3.8	3.9	3.3	2.8	2.3
净利率(%)	6.0	5.5	7.7	7.7	7.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 精密金属零部件供应商的转型之路.....	6
1.1 公司发展历程.....	6
1.2 公司股权结构.....	6
1.3 公司主营业务及产品.....	7
1.3.1 汽车领域.....	7
1.3.2 通讯领域.....	9
1.3.3 新能源领域.....	9
1.4 公司主要客户.....	10
1.5 公司主要财务数据.....	11
1.6 公司主要竞争优势.....	12
2. 外延并购进入汽车电子和智能座舱领域.....	13
2.1 智能座舱应运而生.....	13
2.2 外延并购信征零件，布局智能座舱领域.....	14
2.3 汽车座椅需求量回升将带动业绩增长.....	15
3. 拟收购普拉尼德，向系统总成供应商进发.....	16
3.1 普拉尼德，专业汽车空气悬架系统集成商.....	17
3.2 深度绑定 Rivian，未来业绩确定性不断增强.....	18
3.3 率先成立合资公司，加速空悬系统应用在国内市场落地.....	20
4. 盈利预测及投资建议.....	21
4.1 可比公司财务对比.....	21
4.2 盈利预测.....	22
4.3 投资建议.....	24
5. 风险提示.....	25

## 图表目录



图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构.....	7
图 3: 公司汽车产品应用图示.....	7
图 4: 公司汽车零部件销售量及增速.....	8
图 5: 5G 天线阵列基本架构.....	9
图 6: 单通道射频部分示意图.....	9
图 7: 公司主要客户.....	10
图 8: 近五年公司前五大客户营收及占比.....	10
图 9: 公司主营业务构成.....	11
图 10: 公司近年营业收入及增速.....	12
图 11: 公司近年归母净利润及增速.....	12
图 12: 公司毛利率与净利率.....	12
图 13: 公司主要竞争优势.....	13
图 14: 汽车行业的演变.....	13
图 15: 中国乘用车新四化指数.....	14
图 16: 智能座舱发展四阶段.....	14
图 17: 智能座舱新趋势.....	16
图 18: 汽车空气悬挂系统示意图.....	18
图 19: R1T 车型.....	19
图 20: R1S 车型.....	19
图 21: Rivian 电动汽车生产量与交付量 (辆) .....	19
图 22: 可比公司营业收入 (亿元) 对比.....	21



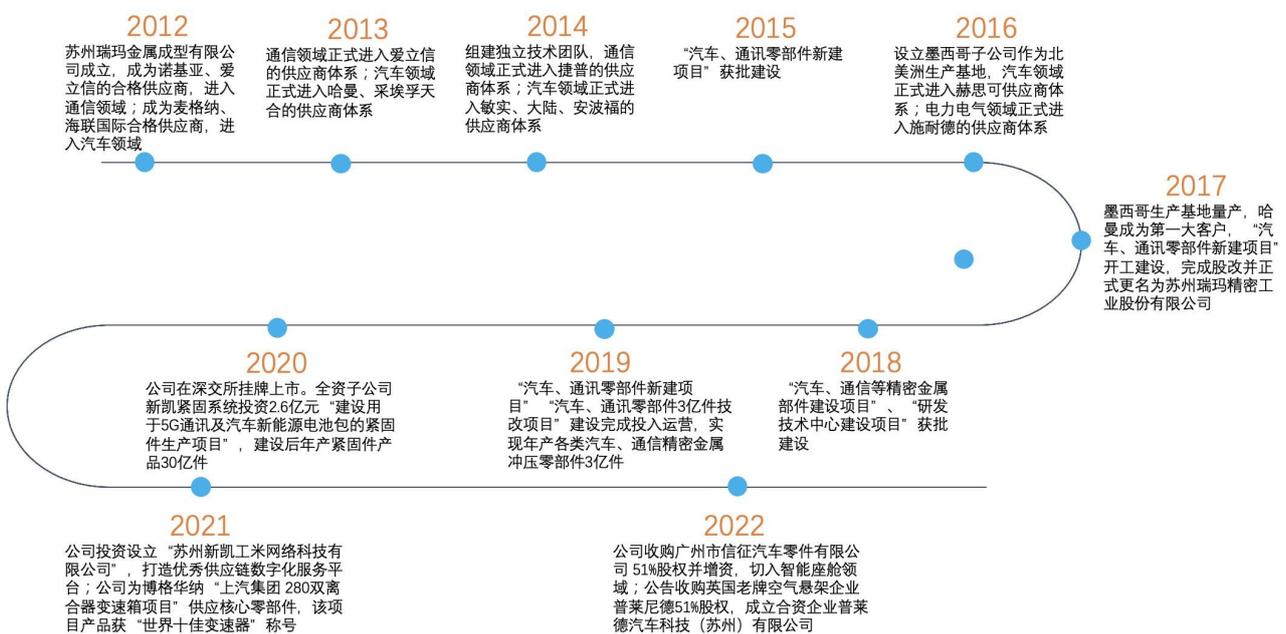
图 23: 可比公司营业收入增速对比.....	21
图 24: 可比公司归母净利润（亿元）对比.....	21
图 25: 可比公司净利润增速对比.....	21
图 26: 可比公司毛利率对比.....	22
图 27: 可比公司净利率对比.....	22
表 1: 2022 年公司前五大客户销售额及占比.....	10
表 2: 信征零件主要产品.....	15
表 3: 普拉尼德主要产品.....	17
表 4: 国产配置空气悬架的新能源车型.....	20
表 5: 公司各业务板块盈利拆分及预测（百万元）.....	23
表 6: 公司主要财务数据及估值.....	24
表 7: 可比公司估值及比较.....	24

# 1. 精密金属零部件供应商的转型之路

## 1.1 公司发展历程

瑞玛精密成立于 2012 年，一直专注于精密金属零部件的研发、生产、销售以及技术服务并提供系统化解决方案，覆盖领域包括移动通信、汽车、电力电气等行业。公司设立初期通过向诺基亚、施耐德等供应精密金属零部件，积累了冲压工艺相关技术和经验。其后，公司进一步加大原有移动通信和新兴汽车零部件制造领域的模具开发和产品研发力度，切入了重点客户的核心供应商体系。目前公司客户主要为移动通信主设备商，电子制造服务商，汽车零部件供应商以及整车制造商，包括诺基亚、爱立信、中天科技、伟创力、新美亚、采埃孚天合、哈曼、斯凯孚、法雷奥、大陆、博世、博格华纳、麦格纳、安波福、蒂森克虏伯、德尔福、敏实集团、延锋、拓普集团、汇川技术、施耐德、艾默生等。依托强大的客户体系，公司产品影响力不断提升，业务收入实现了快速增长，并于 2020 年 3 月在深圳证券交易所挂牌上市。公司不断深化在通信领域和汽车领域的布局，在保证传统通信业务平稳增长的基础上，加大在汽车及新能源汽车相关零部件和系统总成业务的研发和资本投入。2021 年 11 月，公司与广州市信征汽车零件有限公司原股东签订《收购框架协议》，形成汽车电子和智能座舱并举的业务架构；2022 年 12 月 5 日公司公告拟收购英国普拉尼德，切入汽车空气悬架系统业务，开始由零部件供应商向产品总成供应商转型。

图 1：公司发展历程



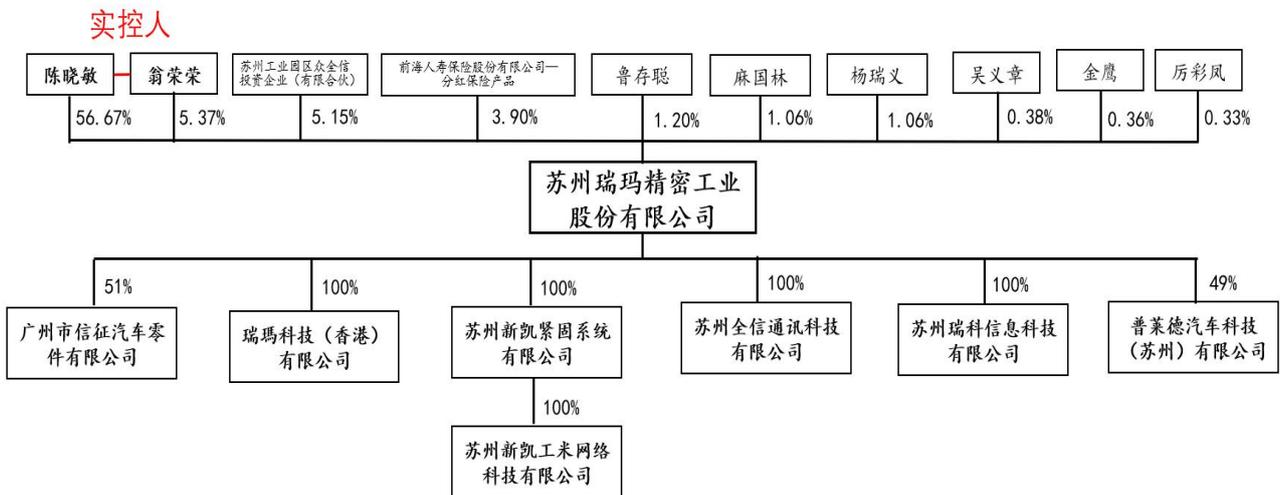
资料来源：公司官网，山西证券研究所

## 1.2 公司股权结构

截至 2023 年一季报，公司控股股东为陈晓敏、翁荣荣夫妇，两人合计持有 62.04%的股权，为实际控制人。公司第三大股东为苏州工业园区众全信投资企业（有限合伙），持股比例为 5.15%。公司前十大股东持

股比例为 75.48%，股权相对集中。

图 2：公司股权结构



资料来源：WIND，山西证券研究所

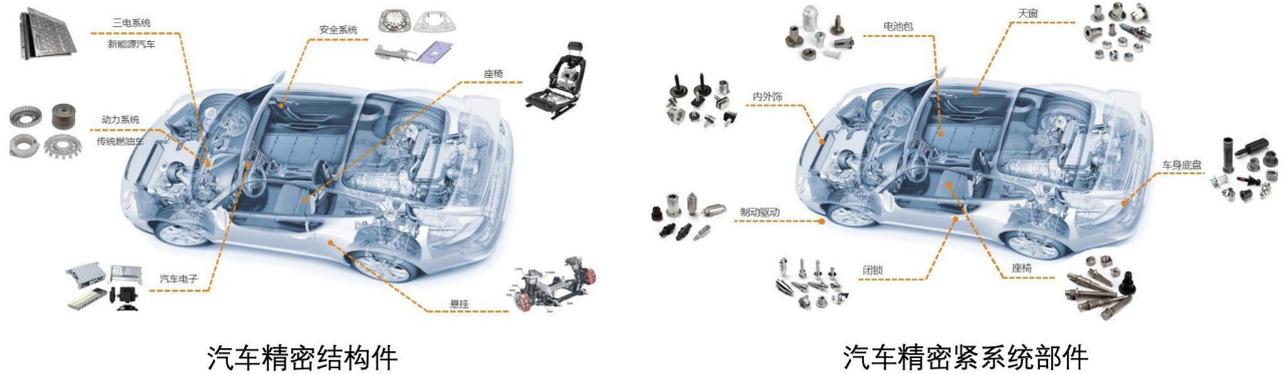
### 1.3 公司主营业务及产品

公司定位于精密智能制造，主要产品是通过精密冲压、冷镦、机加工等工艺生产的汽车、通讯、新能源等行业精密金属零部件。覆盖领域广泛，种类较多。

#### 1.3.1 汽车领域

公司汽车领域产品主要分为三类：第一类是精密零部件，主要分为精密冲压件和紧固件，冲压件应用于汽车安全系统、底盘系统、汽车电子和车载娱乐系统等，紧固件产品包括异形紧固件和压铆紧固件；第二类是座椅舒适系统部件与小总成系统，主要产品为座椅加热、通风、按摩、支撑等小总成系统及相关系统 ECU、座椅线束、电动座椅开关、座椅调节指纹识别用部件等；第三类是空气悬挂系统，主要产品为 ECU 系统（电子控制单元硬件+软件）橡胶皮囊、空气弹簧、减震传感器、电控空气悬架系统（ECAS）空气压缩机、AVS 产品及工业用空气波纹管等。公司同时为客户开发连续模、多工位机械臂传递模等复杂精密模具，在精密冲压结构件生产上被广泛使用。

图 3：公司汽车产品应用图示



资料来源：公司 2021 年年报，山西证券研究所

全球汽车产业正加速向全面轻量化、电气化和智能化转型升级，我国国务院、发改委等相关部门也出台了《中国制造 2025》、《汽车产业中长期发展规划》、《智能汽车创新发展战略》等多项行业扶持政策及指导意见，明确支持要引导创新主体协同攻关整车及零部件系统集成、先进汽车电子、关键零部件模块化开发制造、核心芯片及车载操作系统等关键核心技术，核心零部件和系统集成的国产化进程将不断提速。据前瞻产业研究院预测，2026 年我国汽车零部件行业收入将突破 5.5 万亿元。

公司在汽车领域近年来发展迅猛，已成功研发出多种品类的零部件，深度绑定全球知名的 Tier1 供应商，销量逐年增加。得益于新能源汽车在 2021 年后产销量爆发式增长，公司汽车零部件销量增速攀升至 25%以上的高增长。2022 年全年，公司新开发与承接汽车及新能源汽车精密结构件产品订单（产品全生命周期）约 17 亿元，其中新能源汽车项目产品订单占比超 70%。新能源汽车行业的迅速发展有望助推公司业绩持续实现较高增长。

图 4：公司汽车零部件销售量及增速



资料来源：WIND，公司招股说明书，山西证券研究所



## 1.4 公司主要客户

目前公司采取直销模式以及“点对点”的客户发展战略，客户主要为全球知名的汽车零部件供应商、移动通信主设备商以及电子制造服务商。汽车领域主要客户为采埃孚天合、麦格纳、敏实、安波福等全球汽车百强配套企业和哈曼等专业系统领域全球知名制造商。移动通信领域主要客户为四大移动通信设备集成商之中的诺基亚和爱立信以及五大电子制造服务商之中的伟创力、富士康、新美亚和捷普。电力电气领域主要客户为施耐德、博世、艾默生等国际知名企业。除上述主要客户以外，公司服务的全球百强配套企业还包括大陆、法雷奥、博格华纳、蒂森克虏伯等。

图 7：公司主要客户



资料来源：公司 2021 年年报，公司官网，山西证券研究所

由于公司近年逐步从电讯精密零部件领域转型至汽车零部件领域，下游客户逐步分散，前五大客户营收占比从 2018 年的约 41% 下降至 2022 年的 30.54%，客户集中度风险逐年降低，有利于中长期发展。

表 1：2022 年公司前五大客户销售额及占比

客户名称	销售额（亿元）	占年度销售总额比例
第一名	0.93	7.74%
第二名	0.71	5.87%
第三名	0.70	5.79%
第四名	0.68	5.66%
第五名	0.66	5.48%
合计	3.68	30.54%

图 8：近五年公司前五大客户营收及占比



资料来源：公司 2022 年年报，山西证券研究所

资料来源：WIND，公司招股说明书，山西证券研究所

公司在 2021 年已实现通过采埃孚、哈曼、拓普集团以及上海延锋间接向特斯拉供应金属骨架产品，新项目订单呈较快增长趋势，2022 年公司海外工厂已实现直接向特斯拉供应金属骨架产品。公司研发技术团队在 2021 年突破空气悬挂系统用部件的技术瓶颈，成功获得德国大陆集团空气悬挂项目产品定点，在该领域奠定了良好的技术和业务基础。

## 1.5 公司主要财务数据

公司业务收入主要分为汽车、移动通信、电力电气三个板块。公司早期以移动通讯零部件起家，2016 年占主营业务收入的比例就超过了 50%。2017 年公司给采埃孚天合和哈曼提供的样品完成验收，产品陆续进入量产阶段，汽车零部件业务收入开始快速增长，2019 年超过了移动通讯业务，2022 年提升至 63.15%（由于 2021 年开始公司更换披露口径，未披露各行业零部件和精密模具具体数据，用汽车行业收入占比替代）。电子电气业务近年收入基本平稳，整体占比逐年下降。

图 9：公司主营业务构成



资料来源：WIND，山西证券研究所

公司 2017 年开始营收增速开始出现下降，主要原因有汽车行业整车及零部件都处于转型升级，受中美经贸摩擦、燃油排放环保标准切换、新能源汽车补贴退坡等因素的影响，汽车行业增长乏力；4G 覆盖深度以及 5G 发展速度不达预期使得公司移动通信业务发展遇到挑战。但整体经营情况保持稳定。2020 年公司营收首次出现负增长，主要是由于疫情影响订单下达及交付时间推迟，中美贸易冲突进一步加剧使得全球产业链面临前所未有的挑战，美元汇率波动等。2021 年，公司业务走出转型及疫情影响的困境，经营状况明显好转；当年实现营业收入 7.55 亿元，同比+29.22%，实现归母净利润 0.46 亿元，同比-17.83%，主要受上游原材料钢铁、铝材等价格大幅上涨和美元汇率波动影响。2022 年公司实现营业收入 12.06 亿元，同比+59.78%，归母净利润 0.67 亿元，同比+46.66%，主要系信征零件并表、汽车零部件业务经营规模扩大及原

材料价格下降影响，净利润增速重回正值。我们认为，随着公司汽车零部件业务占比逐步提升，疫情影响开始消退和经济逐步复苏，公司未来几年的业绩有望持续高增长。

图 10：公司近年营业收入及增速



图 11：公司近年归母净利润及增速



资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：WIND，山西证券研究所

公司毛利率和净利率近年来小幅缓慢下降，主要有两方面的原因：一是公司产品由非标的精密零部件向规格较大的零件和小总成产品转型，单位价值量提高，但是毛利率有所下降；二是经营成本的上涨，上游原材料大幅涨价使公司毛利率下降。但是自 2021 年开始，公司经营状况明显好转，2022 年开始毛利率和净利率有所回升。2023 年一季度，公司毛利率和净利率分别为 25.56%和 8.38%，相比过去两年显著提高。我们认为随着对汽车小总成零部件企业的并购完成，协同效应或将进一步凸显，公司毛利率和净利率进一步提升的概率较大。

图 12：公司毛利率与净利率



资料来源：WIND，山西证券研究所

## 1.6 公司主要竞争优势

公司定位为精密零部件制造，所处行业竞争相对较少，目前我国尚未形成精密结构件行业的绝对龙头。高精度、高稳定性的精密结构件制造需要大量资金进行前期的机器设备等固定资产投资，且还需要具备丰富的行业经验和较强设计能力的专业研发及管理团队。行业内能够满足上述技术、人力、物力要求的企业

较少，而下游行业对于精密结构件的需求逐年稳步提升。行业内占有竞争优势如具备模具设计开发、工艺改进、精密制造能力与品质管控优势的企业将具有广阔的发展空间。

公司产品服务链涵盖材料研发、模具研发、产品开发、冲压/冷锻制造、精密加工、自动装配、调试、检测等精密结构件与移动通信设备的整个环节，具有集设计、研发、制造于一体的综合性服务能力优势，且目前已具备部分精密结构件产品总成能力，可以为客户提供高性价比、高质量的产品以及系统化的平台解决方案。

图 13：公司主要竞争优势



资料来源：公司公告，公司招股说明书，山西证券研究所

## 2. 外延并购进入汽车电子和智能座舱领域

公司抓住汽车及新能源汽车行业快速增长的新机遇，2022年5月16日与广州市信征汽车零部件有限公司及原股东签订了《股权收购协议》，收购标的公司36.48%的股权并向标的公司增资人民币8000万元，交易完成后总共持有标的公司51%的股权。通过这次收购，公司切入智能座舱系统领域，快速提高汽车电子（自动驾驶系统、智能座舱系统）领域相关产品的市场份额，进一步提升竞争力、盈利水平及可持续发展能力。

### 2.1 智能座舱应运而生

汽车行业发展已有150余年的历史，随着保有量的提升和新消费群体的出现，“性价比”已经不是消费者购车最主要的衡量标准。人们越来越追求品质生活，对汽车的要求已经不仅仅是出行工具，个性化、智能化已成为消费需求的新趋势。

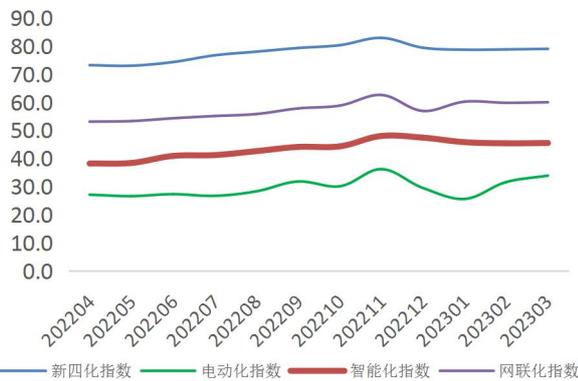
图 14：汽车行业的演变



资料来源：IHS，山西证券研究所

由于人们对于汽车的需求发生根本性变化，智能座舱应运而生。汽车座舱的发展经历了本地化、网联化和智能化三个阶段，由被动交互（人发起）逐渐走向主动交互（人和机器都可以发起），人机交互方式的革新成为智能化水平提升的关键。智能座舱是集成了智能化和网联化技术，从而可以与人、路、车本身进行智能交互的座舱，为驾驶者提供高效且具有科技感的驾驶体验。

图 15：中国乘用车新四化指数



资料来源：中国汽车流通协会，山西证券研究所

图 16：智能座舱发展四阶段



资料来源：智研咨询，知乎，山西证券研究所

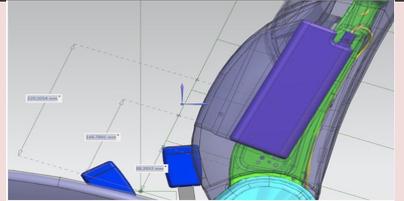
根据 ICV Tank 的数据，2020 年全球汽车智能座舱市场规模只有 231 亿美元，中国市场仅占 8.3% 的份额，渗透率只有 26.9%；而到 2026 年，全球市场规模可能会达到 440 亿美元，中国市场约 183 亿美元，渗透率可达 65.8% 左右。这一庞大的细分市场增量势必会带动汽车零部件行业增速上行。

## 2.2 外延并购信征零件，布局智能座舱领域

广州市信征汽车零件有限公司成立于 2001 年 4 月，专业生产各类汽车线束、汽车座椅舒适系统及电控系统 ECU 等，研发和送样阶段的新产品包含汽车座椅有刷/无刷电机、方向盘加热和触摸感应系统用部件、座椅调节指纹识别用部件等，客户包括延锋、安道拓、佛吉亚和广汽集团、比亚迪、长城、吉利、小鹏等国内知名整车厂以及本田、尼桑等日系整车厂。广州信征 2021 年度实现营业收入 24919.5 万元，同比+50.14%，净利润 0.17 亿元，同比+29.10%；2022 年实现营收 2.42 亿元，营业利润 0.22 亿元。截至 2022 年 9 月，信征零件湖南永州工厂已顺利投产，实现间接向华为智选 EH3、比亚迪、广汽埃安及理想汽车供应产品；同时，

公司北美墨西哥工厂顺利承接国际知名新能源整车厂 T 客户 H 项目座椅结构件产品订单，苏州工厂已实现间接向蔚来供应座椅结构件。

表 2：信征零件主要产品

主要产品	细分产品	图片	功能
线束	尾门线束 座椅线束 顶棚线束 车灯线束 车门线束		汽车线束是汽车电路的网络主体，连接汽车的电气电子部件并使之发挥功能
开关	座椅记忆调节		电动座椅开关，用于调整汽车座椅位置姿态的控制开关，可分为 8 向控制，6 向控制，以及 4 向控制。
加热通风	座椅通风 座椅加热垫		加热系统恒温控制装置 (ECU) 能够实现加热系统的多档恒温控制，满足客户不同需求的同时提高了座椅加热系统产品的舒适性。
腰托按摩	腰托按摩		腰托功能和按摩功能系统是通过 EUC 采集信号快速控制气泵供气或放气指令使气袋达到涨缩实现按摩效果，腰托通过气泵充气放气来调节乘坐人员的腰部支撑位置减轻乘坐人员的疲劳。
乘员传感器	乘员传感器		座椅乘员感应器 (A-surface SBR) 开发周期较短，可以根据座椅泡棉的样式进行单独设计，具有更大的探测区域，同时，装配简易，通过胶带直接固定在泡棉上。

资料来源：广州信征官网，山西证券研究所

广州信征承诺 2021 年、2022 年、2023 年经审计扣非归母净利润分别不低于 2400 万元、2900 万元和 3700 万元；若 2024 年度实现的扣非归母净利润不低于 4,500 万元，且舒适系统和电机系统的业务收入合计占比超过标的公司当年度总收入 70%以上，则公司应在 2025 年内按不低于本次交易转让股权的估值倍数收购乙方持有的标的公司不低于 29%的股权。这份业绩承诺若如期实现，并表后将为瑞玛精密净利润带来可观的正面贡献。

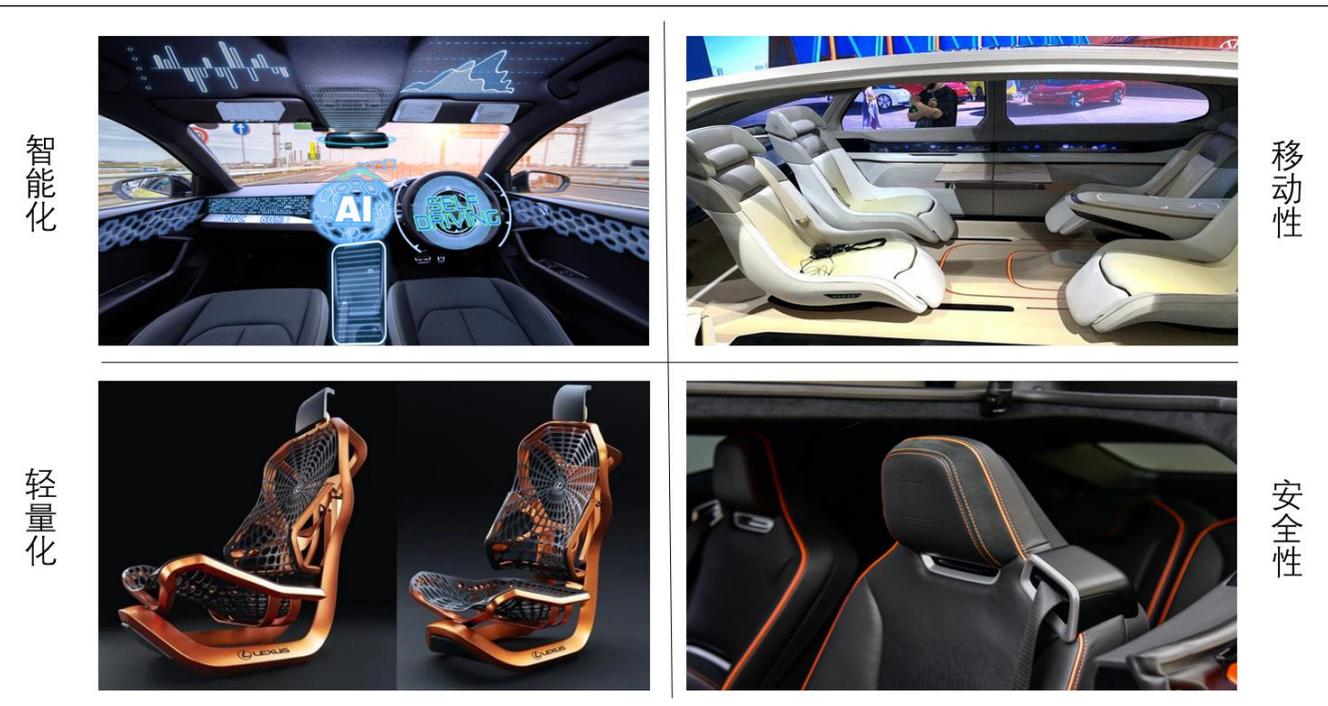
### 2.3 汽车座椅需求量回升将带动业绩增长

汽车座椅的需求可分为新车生产带来的直接需求和对原有汽车座椅的替换需求两大类。其中，汽车座椅的新需求与汽车产量直接相关。2021 年我国汽车产量 2608.2 万辆，同比+3.4%，结束了 2018 至 2020 年连续三年的产量下滑，开始触底回升。2022 年我国汽车产销量分别为 2702.1 万辆和 2686.4 万辆，同比分别 +3.4%和+2.1%。新能源车产销量无论是国内还是海外也开始出现爆发式增长，2021 年和 2022 年全球新能

源汽车销量分别约为 670 万辆和 1082.4 万辆（据 EVTank 统计），同比分别+102.4%和+61.6%；国内销量分别为 352.1 万辆和 688.7 万辆（中汽协统计），同比分别+157.5%和+93.4%。新能源汽车的高速增长带动了对汽车座椅的新需求。

汽车座椅的替换需求主要来源于现有汽车座椅使用寿命到期或者不恰当使用而产生的替换需求、汽车保有者消费观念升级产生的更换需求、儿童安全需求这三个方面。据前瞻产业研究院分析，汽车座椅替换需求甚至超过了新车生产对汽车座椅产生的直接需求量。其中，安全性替换需求大致在 13.59%，消费升级和磨损替换需求二者加起来约 8%，总共替换比例在 21.59%（2020 年测算数据）。汽车后市场体量庞大，汽车座椅替换需求有待进一步挖掘。

图 17：智能座舱新趋势



资料来源：搜狐汽车，太平洋汽车，搜图网，山西证券研究所

汽车座椅未来将向更安全、更舒适、智能化和轻量化的趋势发展。广州信征的主要产品为座椅所需的电子部件，主要用于舒适系统，契合汽车座椅舒适化和安全化的发展路径。公司自身智能座舱座椅类产品主要为座椅金属骨架，已具备座椅旋转产品总成能力，收购广州信征将会拓展公司在智能座舱领域的产品类型。由于公司目前汽车及新能源汽车产品主要应用于德系、美系及国产品牌车，而广州信征除公司已有客户主要为日系品牌车，双方在客户领域具有互补性。此次收购将有利于公司快速整合客户资源和优质供应商资源，实现战略协同效应，座椅类产品的市场份额有望快速提升。

### 3. 拟收购普拉尼德，向系统总成供应商进发

公司 2022 年 12 月 5 日发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》的公告：公司及公司子公司香港瑞玛拟通过发行股份及支付现金的方式购买香港大言 51%的股权（间接对应持有普拉尼德 38.25%的股权，对应普拉尼德 37.2938 万英镑注册资本）及普拉尼德 12.75%的股权（对应普拉尼德

12.4313 万英镑注册资本)，并由公司或其全资子公司向普拉尼德增资人民币 8000 万元，同时公司拟向不超过 35 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金。业绩承诺期为 2023 年度和 2024 年度，具体为：普拉尼德 2023 年度实现的净利润（以扣除非经常性损益前后孰低为准，下同）不低于 1028.50 万英镑，2024 年度实现的净利润不低于 1270.50 万英镑。若本次交易完成，公司将进入汽车减震品领域，从空气悬架零部件供应商向系统总成供应商升级。

### 3.1 普拉尼德，专业汽车空气悬架系统集成商

普拉尼德（Pneuride）成立于 1950 年，主营业务为汽车空气悬架系统的设计、研发、生产、销售和服务，主要产品有空气弹簧、减振器、电控空气悬架（ECAS）、空气悬架压缩机、AVS 产品及工业用空气波纹管等，是专业的汽车空气悬架系统综合解决方案提供商，持有“Dunlop”品牌在空气悬架系统产品的授权许可，与主要客户 Rivian、Alexander、Isuzu 等均建立了稳定的合作关系，并且是 Rivian 的空气悬挂系统独家供应商。

表 3：普拉尼德主要产品

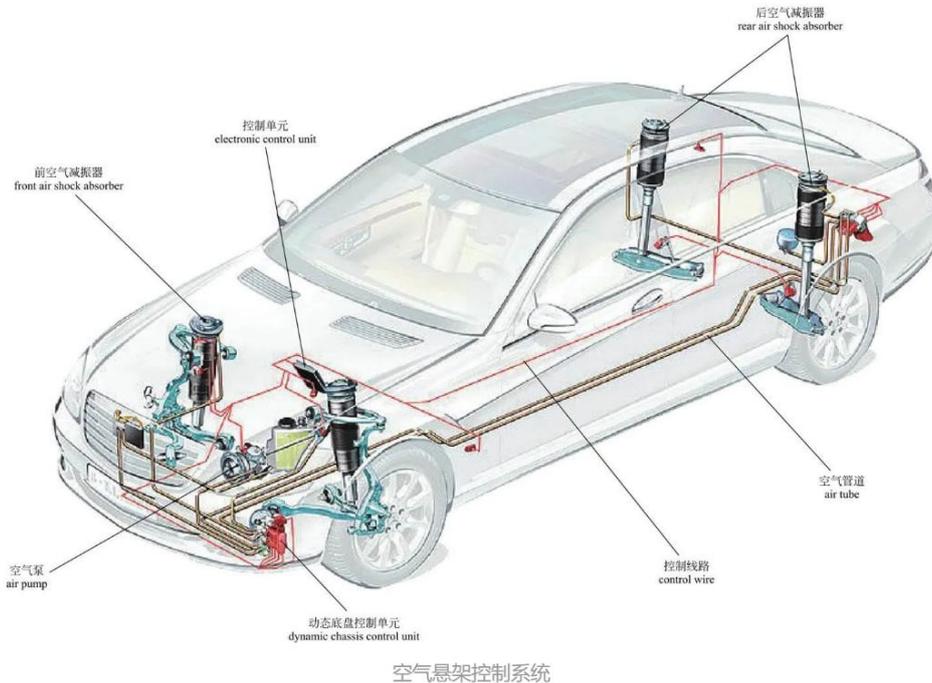
主要产品	图片	用途及优势
电子复合减振器		集空气弹簧、电子控制技术和辅助自动调控减震阻尼力功能的减振器为一体，普拉尼德生产的电子复合减振器能够根据路面情况进行自动调节，达到舒适、安全的效果，且具有较长使用寿命。
橡胶空气弹簧		一种在柔性的橡胶囊中充入压缩空气为介质，利用空气的可压缩性来实现弹性作用的非金属弹簧。压缩气体的气压能够随载荷和道路条件的变化进行自动调节，不论满载还是空载，保证车身高度适应载荷、路面的变化，大大提高了乘坐的舒适性。普拉尼德生产的空气弹簧主要用于乘用车、商用车等车型，无密封泄露问题，使用方便且寿命较长。
空气供给单元		为空气悬架系统提供气源，一般由空气压缩机、气动弹簧阀、温度传感器、空气干燥器、气动排气阀等组成。一个高性能的空气供给单元可以做到：① 更好的散热性能与降噪；② 更紧凑的空间设计，空气供给单元通常位于发动机舱或后备箱；③ 更低能耗，尤其对于电动车而言；④ 更长使用寿命，高材料强度实现更多循环测试可靠性。
空气悬架零配件	-	普拉尼德可向汽车整车生产商及售后市场提供空气悬架相关零配件，包括：波纹管、阻尼器、高度传感器、储气罐、减震隔膜、活塞等，满足不同客户对于不同车型的广泛需求。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

汽车悬架系统属于底盘系统部件，一般由弹性元件、减振器、导向元件等构成，主要作用是缓和由不平的路面传给车架的冲击，以提高乘车的舒适性。根据悬架系统的弹簧刚度和减振器的阻尼系数是否变化可分为三类：被动悬架、半主动悬架和主动悬架。空气悬架系统是主动悬架的一种，能够随外界的输入进行最优控制和调节：当汽车高速行驶时，控制单元会让底盘降低，减振器阻尼系数增高，悬架变硬以此提高车身的稳定性；当车辆低速行驶或者经过坑洼路面时，控制单元会让底盘抬升，悬架变软，提升驾乘的

舒适性。空气悬架系统主要是通过空气泵来调整空气减振器的空气量和压力，改变空气减振器的硬度和弹性系数；通过调节泵入的空气量，也可以调节空气减振器的行程和长度，实现底盘的升高或降低。

图 18：汽车空气悬挂系统示意图



资料来源：《图解汽车原理与构造》，山西证券研究所

2017 年，国家质监总局及国家标准化委员会联合发布的《机动车运行安全技术条件》中提到，“总质量大于或等于 12000kg 的危险货物运输货车的后轴，所有危险货物运输半挂车，以及三轴栏板式、仓栅式半挂车应装备空气悬架。”该规定于 2020 年 1 月 1 日正式实施。伴随危化品运输车等车辆空气悬架强制性安装政策的出台，商用车尤其是危化品运输车、半挂车等车辆空气悬架需求有望迎来大幅增长。

新能源汽车的普及也将推动空气悬架市场需求的增长。一方面，新能源汽车对续航里程较为敏感，空气悬架能在一定程度上提升其续航里程。当新能源汽车高速行驶时，需要消耗大量能源对抗风阻，空气悬架可以调整汽车底盘高度，从而降低新能源汽车的风阻。另一方面，因为新能源汽车电池重量较大，空气悬挂的轻量化可以有效平衡高承载和舒适度的要求。根据华经产业研究院数据，重卡空气悬架渗透率约 5%；乘用车领域，目前乘用车整体渗透率在 3.5% 左右，25 万元以上乘用车渗透率约 16%。随着中国本土厂商对国产化生产线的投入和新能源适配车型的增多，我国空气悬架市场将有望迎来快速增长期。

### 3.2 深度绑定 Rivian，未来业绩确定性不断增强

Rivian 是全球第一家成功下线量产电动皮卡汽车制造商，旗下主要有三款车型：两款乘用车双排电动皮卡 R1T 和三排 SUV 车型 R1S，一款商用厢式车 EDV 700。亚马逊是 Rivian 第一大股东（截止 2022 年底拥有 17.60% 的股份），并已订购了 10 万辆 EDV 700（2030 年前交付），给予了很大的支持。Rivian 的成功离不开创新式的滑板式底盘平台，滑板式底盘基于非承载车身和线传转向/制动系统，是一种可以减轻整车开发负担的通用型底盘方案。汽车制造商可以自由设计车辆上车体，下车体部分可利用滑板底盘自由调整的特性，拉伸成所需的适配布局，所以单车开发周期短，可适配于各种车型。Rivian 通过滑板底盘，将电机、

电池管理系统、液压控制系统、悬架系统全部整合到底盘上，使车辆重心降低，提升了操控响应力（四电机版本的 R1T 还可实现原地转向）。R1T 和 R1S 目前主要供应北美市场，受到了市场的极大欢迎，其 IPO 文件披露，截至 2021 年 9 月的乘用车订单达 48390 辆。除了皮卡和 SUV 车型，Rivian 有望推出一款名为“Project Lucid”的轿车，采用公司已有的平台，但拥有高性能和更长的续航里程。

图 19: R1T 车型



图 20: R1S 车型



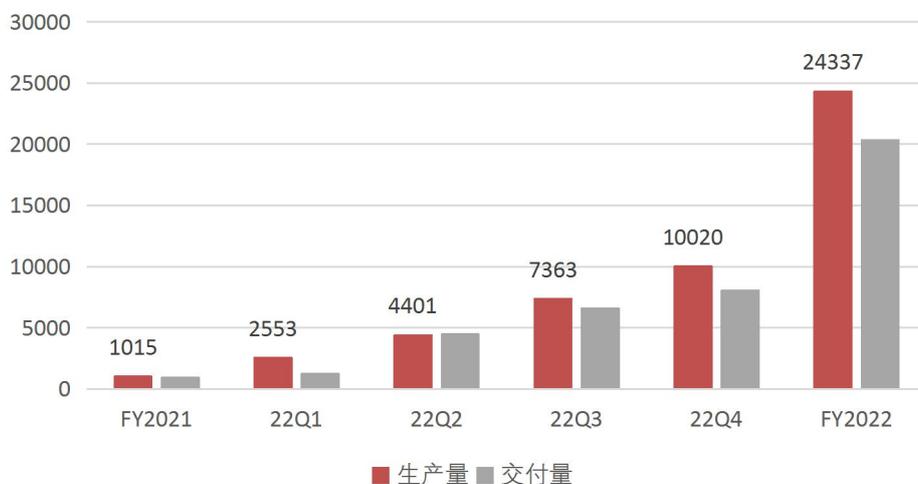
资料来源: Rivian 官网, 山西证券研究所

资料来源: Rivian 官网, 山西证券研究所

Rivian 现有产能 15 万辆，其中约 6.5 万辆是皮卡和 SUV。2021 年 Rivian 生产了 1015 辆车，2022 年产能开始释放，全年目标 25000 辆，实际生产 24337 辆，略低于目标，主要受制于恶劣天气和供应链中断导致的工厂停工。2022 年第四季度公司生产了 10020 辆汽车，占全年产量的 41.17%，环比+36.09%，可见供应链问题已得到极大的缓解。2023 年 Rivian 设定的生产目标是 50000 辆，与上年相比翻了一倍。今年第一季度，公司已生产了电动汽车 9395 辆（同比+596%），交付 7946 辆（同比+548%），虽然交付量环比去年第四季度-2.4%，但是好于市场预期。

2023 年第一季度，Rivian 实现营收 6.61 亿美元，同比+596%，归属于普通股股东的净利润为-13.49 亿美元，同比收窄。Rivian 的目标是在未来两年内大幅改善其财务状况，最终在 2024 年底之前实现盈利。

图 21: Rivian 电动汽车生产量与交付量（辆）



资料来源: Rivian 官网, 山西证券研究所

普拉尼德 2020 年营业收入 5004.97 万元，净利润-1757.39 万元。随着汽车消费需求逐渐恢复，及主要客户 Rivian 的产销量高速增长，2021 年普拉尼德的营业收入快速增加至 10412.55 万元，同比+108.04%，净利润亏损减小至-482.62 万元；截至 2022 年十月，普拉尼德的营业收入为 42728.85 万元，同比增长超 300%，实现净利润 5590.91 万元。其中，对第一大客户 Rivian 的销售占普拉尼德主营业务收入的比例在 2020 年度、2021 年度、2022 年度 1-10 月分别为 20.56%、59.36%、92.53%。普拉尼德深度绑定 Rivian，随着其汽车工厂产能的加速释放，公司业绩有望继续快速提升。

### 3.3 率先成立合资公司，加速空悬系统应用在国内市场落地

公司在 2022 年 12 月 10 日公告，将与普拉尼德合资设立普莱德汽车科技（苏州）有限公司，全面引进普拉尼德的空气悬架系统和系统用部件产品的技术与生产工艺，在中国从事空气悬架系统及系统用部件产品的研发、生产、销售等业务。合资公司注册资本 750 万英镑，其中普拉尼德拟以技术成果出资 75 万英镑，持股 10%，以货币出资 307.50 万英镑，持股 41%，共计持股 51%；瑞玛精密以货币出资 367.50 万英镑，持股 49%。

空气悬架系统的两大核心零部件空气弹簧和空气供给单元具备较高的技术壁垒，过去被海外企业垄断，如大陆集团、威巴克、威伯科等（具备覆盖 ECU、空气弹簧、减震器、压缩机、储气罐等全面的供应能力），所以价格居高不下，以前更多是应用于奔驰、路虎、沃尔沃等高端车型上，国内自主品牌搭载空气悬架的极少。但是随着国内自主供应商开始实现空气悬挂各个零部件的定点突破后，国产化带来了系统成本的持续下降，更多的自主品牌车型配置空气悬架，2021 年东风岚图 Free 和吉利极氪 001 将使用空气悬架车型价格拉低至 25-30 万元区间。可以预见，随着新能源汽车渗透率的不断提升，空气悬架系统的市场需求和渗透率也将进一步升高。

合资公司的成立将全面引进和消化吸收普拉尼德的技术工程能力。普拉尼德作为几近掌握空气悬架全领域技术的系统集成商，公司相关产品在国内市场的落地进度和推广应用可能会领先于中鼎、拓普等零部件供应商。公司将借助普拉尼德在海外的客户资源和运营管理经验，充分发挥协同效应，不断优化产业结构，在国内外同时布局，空气悬架市场占据份额有望不断提升，实现公司及合作方的互惠双赢，公司的竞争能力和持续盈利能力也有望进一步加强。

表 4：国产配置空气悬架的新能源车型

品牌	车型	指导价格	描述
蔚来汽车	ES6	40.8-55.4 万	中高配车型配备主动空气悬架+CDC 避震，低配车型螺旋悬架+CDC 减震器
	EC6	41.8-55.4 万	空气悬挂在中高配车型上配备，低配车型为螺旋悬架
	ET7	45.8-53.6 万	标配智能空气悬架，主动调节悬架阻尼智能车身控制
	ES7	46.8-54.8 万	蔚来最具舒适感和科技感的 SUV，全系标配空悬
	ES8	50.2-62.6 万	蔚来旗舰 SUV，全系标配空气悬挂
理想汽车	L9	45.98 万	装备 CDC 可以连续调控的尼减振器以及空气悬挂
小鹏汽车	G9	30.99-46.99 万	小鹏旗舰 SUV，部分车型将提供智能双腔空气悬架
极氪汽车	001	29.99-38.6 万	可选装“高性能空气悬架套装”，价格 2 万
领克汽车	09	26.59-32.09 万	顶配车型可选装空气悬架系统+主动进气格栅
岚图汽车	FREE	33.36-37.36 万	顶配车型配备空气悬架，其他车型可选装 2 万元专属豪华套装
	梦想家	43.99-68.99 万	定位中大型 MPV，高配车型带魔毯功能的空悬+CDC

高合汽车	HiPhix	57.0-80.0万	定位高端豪华 SUV, 全系标配空悬
红旗汽车	E-HS9	50.98-77.98万	顶配车型配备空气悬架系统
北汽集团	BJ90	47.8-49.8万	标配空气悬架

资料来源：汽车之家，各品牌官网，山西证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 可比公司财务对比

由于公司 2022 年主营收入中 63.15% 份额为汽车零部件业务，参考行业分类情况及主营产品分类，我们选取汽车零部件行业中的多利科技、博俊科技、保隆科技和爱柯迪作为可比公司。从营收规模来看，可比公司中瑞玛精密体量最小，保隆科技体量最大；但从营收的成长性来看，近两年瑞玛精密表现较为突出。从归母净利润指标比较，瑞玛精密在可比公司中最小，但广州信征于 2022 年 6 月并表后对全年业绩增速的贡献明显加快。考虑广州信征的全部并表和拟收购的英国普拉尼德有望于 2023 年交割，预计未来几年瑞玛精密的营收和净利润规模有望快速增长。从盈利能力来看，瑞玛精密在可比公司中均无优势，毛利率和净利率均处于靠后水平，未来如要提升或需并购的汽车零部件和其它新业务共同发力。

图 22：可比公司营业收入（亿元）对比



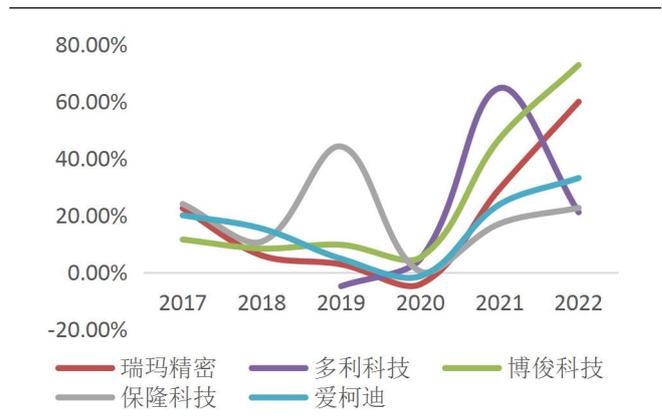
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 24：可比公司归母净利润（亿元）对比



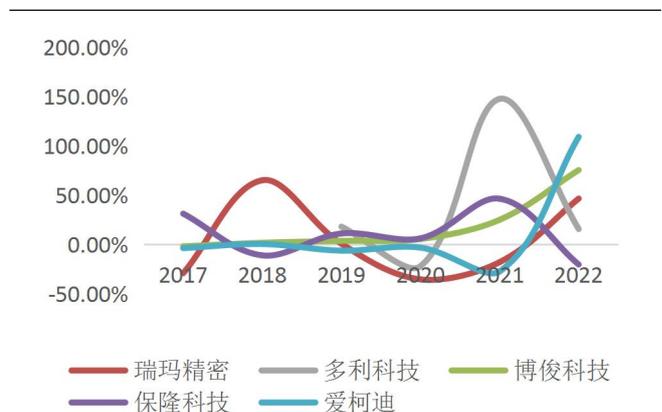
请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

图 23：可比公司营业收入增速对比



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 25：可比公司净利润增速对比



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 26：可比公司毛利率对比



资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：WIND，山西证券研究所

图 27：可比公司净利率对比



资料来源：WIND，山西证券研究所

## 4.2 盈利预测

根据公司 2022 年年报更新的业务分类，我们按照精密金属结构件、模具、通讯设备、汽车电子和其他业务五大类对公司未来三年做盈利预测。

其中精密金属结构件营收规模相对较大，业务占比高，是公司非常成熟的主要产品，我们主要参考国内汽车行业产销量增速水平、国产替代加速趋势、旗下苏州合资子公司产能竣工和扩张计划，公告的电讯产品订单等因素，预测 2023-2025 年营收增速分别为 25.95%、25.00%和 24.00%，即分别为 10.00 亿元、12.50 亿元和 15.50 亿元。考虑该业务非常成熟，因此随着规模的增长毛利率将会缓步下行，分别假设为 20.50%、19.60%和 19.03%。

汽车电子是公司第二大业务板块，随着广州信征零部件的全部并表，并假设收购英国普拉尼德将于 2023 年内交割，该业务有望随国内电动智能汽车的快速发展获得较高增速，给予较高的营收增长预测。我们预测公司汽车电子业务 2023-2025 年营收增速分别为 93.75%、56.52%和 43.06%，即 4.60 亿元、7.20 亿元和 10.30 亿元。考虑到电子行业的规模效应，及公司在该块业务有望从子零件向子系统战略升级，我们预测该业务板块的毛利率将逐年提升，假设分别为 25.00%、25.69%和 26.21%。

通讯设备是公司传统优势项目，2022 年已经下降为第三大业务板块。考虑国内 5G 基站进入快速投建期，及未来不排除 6G 项目的研发有望提前启动，我们给予该板块较高营收增速的预测假设，但是由于该业务竞争非常激烈，毛利率将逐步下行。我们预测通讯设备业务 2023-2025 年营收增速分别为 43.94%、33.33%和 31.25%，即分别为 1.20 亿元、1.60 亿元和 2.10 亿元，毛利率分别为 8.33%、8.13%和 7.14%。

公司第四大业务模具近年增长较快，主要受中美贸易摩擦影响导致国产替代加快所致。考虑未来公司业务门类增加较多，业务规模和配套客户快速扩大，我们给予该板块较高营收增速的预测假设，且由于模具均为非标产品，有望维持较高的毛利率。我们预测模具业务 2023-2025 年营收增速分别为 54.32%、40.91%和 35.48%，即分别为 1.10 亿元、1.55 亿元和 2.10 亿元，毛利率分别为 47.27%、47.74%和 47.62%。

其他业务营收占比不足 2%，体量较小，且具有一定的偶得性。我们预测其他业务 2023-2025 年营收增速分别为 48.93%、33.33%和 25.00%，即分别为 0.30 亿元、0.40 亿元和 0.50 亿元，毛利率分别为 83.33%、

83.75%和 84.00%。

综上，我们预测 2023-2025 年公司整体营收分别为 17.20 亿元、23.25 亿元和 30.50 亿元，同比增速分别为 42.60%、35.17%和 31.18%，毛利率分别为 23.66%、23.68%和 23.67%。

表 5：公司各业务板块盈利拆分及预测（百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
精密金属结构件	0	793.95	1000.00	1250.00	1550.00
YOY	0%	0%	25.95%	25.00%	24.00%
毛利	0	183.72	205.00	245.00	294.97
毛利率	0%	23.14%	20.50%	19.60%	19.03%
模具	40.00	71.28	110.00	155.00	210.00
YOY		78.21%	54.32%	40.91%	35.48%
毛利	18.14	38.15	52.00	74.00	100.00
毛利率	45.35%	53.52%	47.27%	47.74%	47.62%
通讯设备	45.38	83.37	120.00	160.00	210.00
YOY		83.72%	43.94%	33.33%	31.25%
毛利	7.47	10.90	10.00	13.01	14.99
毛利率	16.46%	13.07%	8.33%	8.13%	7.14%
汽车电子		237.42	460.00	720.00	1030.00
YOY			93.75%	56.52%	43.06%
毛利		57.43	115.00	184.97	269.96
毛利率		24.19%	25.00%	25.69%	26.21%
其他	18.67	20.14	30.00	40.00	50.00
YOY	-29.71%	7.90%	48.93%	33.33%	25.00%
毛利	18.67	20.14	25.00	33.50	42.00
毛利率	100.00%	100.00%	83.33%	83.75%	84.00%
<b>总收入</b>	<b>754.90</b>	<b>1,206.17</b>	<b>1,720.00</b>	<b>2,325.00</b>	<b>3,050.00</b>
YOY	29.22%	59.78%	42.60%	35.17%	31.18%
毛利	180.12	299.25	406.95	550.56	721.94
毛利率	23.86%	24.81%	23.66%	23.68%	23.67%

资料来源：WIND，山西证券研究所

表 6：公司主要财务数据及估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	755	1,206	1,720	2,325	3,050
YoY(%)	29.2	59.8	42.6	35.2	31.2
净利润(百万元)	46	67	133	179	232
YoY(%)	-17.8	46.7	99.1	34.3	29.6
毛利率(%)	23.9	24.8	23.5	23.6	23.7
EPS(摊薄/元)	0.38	0.56	1.11	1.49	1.93
ROE(%)	5.4	8.6	14.5	16.2	17.2
P/E(倍)	64.7	44.1	22.2	16.5	12.7
P/B(倍)	3.8	3.9	3.3	2.8	2.3
净利率(%)	6.0	5.5	7.7	7.7	7.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

可比公司 2023-2025 年 PE 估值的平均值(其它公司 EPS 按 Wind 一致预期)分别为 21.84、15.78 和 11.98 倍，瑞玛精密 2023-2025 年 PE 估值分别为 22.17、16.52 和 12.75 倍，参考整体市值规模和成长性情况，公司估值并不高。

表 7：可比公司估值及比较

证券代码	公司名称	收盘价		EPS					PE			
		2023/5/16	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
001311.SZ	多利科技	71.65	4.21	3.77	4.76	6.24	17.02	19.01	15.05	11.48		
300926.SZ	博俊科技	32.10	0.95	1.52	2.70	3.69	33.79	21.12	11.89	8.70		
603197.SH	保隆科技	47.29	1.03	1.86	2.50	3.30	45.91	25.42	18.92	14.33		
600933.SH	爱柯迪	19.99	0.73	0.93	1.21	1.58	27.38	21.49	16.52	12.65		
002055.SZ	瑞玛精密	24.61	0.56	1.11	1.49	1.93	43.95	22.17	16.52	12.75		
平均							<b>33.61</b>	<b>21.84</b>	<b>15.78</b>	<b>11.98</b>		

资料来源：WIND，山西证券研究所（其它公司 EPS 按 Wind 一致预期）

### 4.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.33/1.79/2.32 亿元，同比分别增长 99.1%/34.3%/29.6%，对应 EPS 分别为 1.11/1.49/1.93 元，对应于 2023 年 5 月 16 日收盘价 24.61 元的 PE 分别为 22.2/16.5/12.7 倍。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

## 5. 风险提示

### ➤ 汽车产销量增长不及预期

目前美国和欧洲等发达经济体面临高通胀、经济低增长的不利局面，对汽车等大宗消费品需求减弱。国内的消费者信心仍较弱，消费复苏也不及预期，乘用车购置税减半和新能源汽车补贴政策也均已退出。目前，全球促进消费的有利因素尚待培育，全年汽车产销量增速低于预期的风险较大。

### ➤ 拟收购普拉尼德进展不及预期

公司能否顺利完成对英国普拉尼德的收购与交割，及收购完成后是否还能顺利给美国 Rivian 供货，将受地缘政治因素的影响较大，因此收购进展不及预期及交割完成后业绩低于预期的风险较大。

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	756	1254	1362	1505	1892
现金	251	159	172	116	153
应收票据及应收账款	249	574	592	737	957
预付账款	5	9	12	19	25
存货	171	281	430	505	630
其他流动资产	80	231	157	128	127
<b>非流动资产</b>	377	657	822	988	1160
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	226	326	427	531	638
无形资产	35	60	87	114	139
其他非流动资产	115	271	308	343	383
<b>资产总计</b>	1133	1911	2184	2493	3052
<b>流动负债</b>	261	733	885	1008	1330
短期借款	5	95	104	184	340
应付票据及应付账款	203	515	629	640	769
其他流动负债	53	123	152	183	221
<b>非流动负债</b>	83	328	304	298	288
长期借款	60	181	185	187	185
其他非流动负债	23	146	119	111	103
<b>负债合计</b>	343	1061	1189	1306	1618
少数股东权益	5	97	108	121	136
股本	120	120	120	120	120
资本公积	436	333	333	333	333
留存收益	231	298	443	635	882
归属母公司股东权益	785	753	886	1065	1298
<b>负债和股东权益</b>	1133	1911	2184	2493	3052

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	47	43	161	70	112
净利润	43	73	144	192	247
折旧摊销	34	40	40	55	69
财务费用	5	-8	3	5	10
投资损失	-5	9	-1	-5	-5
营运资金变动	-54	-124	-18	-168	-198
其他经营现金流	25	52	-7	-10	-10
<b>投资活动现金流</b>	-57	-353	-126	-206	-226
<b>筹资活动现金流</b>	-67	198	-26	20	24
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.56	1.11	1.49	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.36	1.35	0.58	0.93
每股净资产(最新摊薄)	6.54	6.28	7.39	8.88	10.81

## 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	755	1206	1720	2325	3050
营业成本	575	907	1315	1777	2326
营业税金及附加	3	6	9	12	15
营业费用	19	23	34	47	61
管理费用	64	96	138	186	244
研发费用	43	59	91	123	162
财务费用	5	-8	3	5	10
资产减值损失	-14	-38	-20	-20	-20
公允价值变动收益	1	1	0	0	1
投资净收益	5	-9	1	5	5
<b>营业利润</b>	41	77	152	202	259
营业外收入	5	2	2	4	5
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	45	78	153	205	263
所得税	2	5	9	12	16
<b>税后利润</b>	43	73	144	192	247
少数股东损益	-3	6	11	13	15
<b>归属母公司净利润</b>	46	67	133	179	232
EBITDA	77	127	198	266	343

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.2	59.8	42.6	35.2	31.2
营业利润(%)	-36.9	88.7	97.6	32.2	28.3
归属于母公司净利润(%)	-17.8	46.7	99.1	34.3	29.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.9	24.8	23.5	23.6	23.7
净利率(%)	6.0	5.5	7.7	7.7	7.6
ROE(%)	5.4	8.6	14.5	16.2	17.2
ROIC(%)	4.6	6.7	11.2	12.4	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.3	55.5	54.5	52.4	53.0
流动比率	2.9	1.7	1.5	1.5	1.4
速动比率	2.2	1.3	1.0	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1
应收账款周转率	3.1	2.9	3.0	3.5	3.6
应付账款周转率	3.0	2.5	2.3	2.8	3.3
<b>估值比率</b>					
P/E	64.7	44.1	22.2	16.5	12.7
P/B	3.8	3.9	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	35.8	25.6	16.6	12.9	10.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

