

横河精密(300539)

报告日期: 2023年06月19日

## 优质精密制造企业，新能源汽车结构件打开成长空间

### ——横河精密深度报告

#### 投资要点

- 优质精密制造企业，2018-2022年归母净利润 CAGR 约 29%**  
 公司主营业务为注塑产品、金属零部件以及精密模具。2022年注塑产品营收、毛利占比分别为 89%、83%，为公司主要收入来源。注塑产品主要包括智能家电组件、中大型汽车轻量化零部件、汽车座椅精密零组件，2022年上述业务营收占比分别约 64%、18%、4%。2018-2022年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别约 4.8%、28.9%；公司毛利率保持在 18%以上，净利率从 1.8%提升至 4.2%。
- 受益家电智能化趋势，预计到 2023 年塑料制品行业市场规模达 7304 亿元**  
 2016-2021 年，我国智能家电行业市场规模由 2240 亿元增长至 5760 亿元，CAGR 约 20.8%。2023 年市场规模预计达 7304 亿元。伴随人口老龄化进展加速，消费人群对智能化产品的认知度提高，居民居住条件改善，智能家电行业将快速发展。公司根据客户需求参与开发、量产家电零部件，如家用传动齿轮箱及齿轮箱驱动系统。未来随着智能家电行业持续扩容，公司业务有望进一步扩展。
- 受益汽车智能化趋势，2022-2026 年国内汽车智能座舱市场规模 CAGR 约 17%**  
 智能座舱主要包括内饰和电子系统。公司主要提供汽车智能座舱零部件，如齿轮、精密结构件、加油小门执行机构、大扭矩车载执行器。受益汽车智能化，智能座舱行业快速发展。预计 2026 年国内智能座舱市场规模有望达 2127 亿元，2022-2026 年 CAGR 约 17%，渗透率有望从 59%提升至 82%。
- 汽车轻量化趋势显著，2022-2025 年新能源车塑料零部件市场规模 CAGR 约 34%**  
 汽车轻量化具备减排、提效等效果。乘用车每减重 10%，对新能源车动能效果提升 6.3%。汽车用改性塑料已逐步从内饰件拓展至外饰件、发动机周边部件，用量逐步提升。随着国内新能源汽车渗透率持续提升，我们认为 2025 年国内新能源汽车塑料零部件的市场规模有望达 627 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 34%。
- 客户、技术、工装优势构建核心竞争力，打造全球精密制造技术方案解决商**  
 公司具备多重竞争优势：1) 客户：已凭借产品质量构建丰富且稳定合作的客户群体，如松下电器、卡赫、上汽、吉利、比亚迪等知名企业；2) 技术：公司模具制造技术具备高精密、高品质、高效率特点，技术水平全国领先；3) 工装：基于多年积累的领先工艺装备能力，向下游多领域拓展。
- 盈利预测与估值：2023-2025 年归母净利润 CAGR 约 52%**  
 预计公司 2023-2025 年归母净利润 0.58、0.89、1.33 亿元，同比增长 106%、55%、50%，CAGR=52%。现价对应 PE56、36、24。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示**  
 1) 竞争格局恶化；2) 下游主机厂销量不及预期；3) 行业空间测算偏差风险。

#### 投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁  
执业证书号：S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君  
执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理：张菁  
zhangjing02@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |          |
|----------|----------|
| 收盘价      | ¥ 14.45  |
| 总市值(百万元) | 3,209.71 |
| 总股本(百万股) | 222.13   |

#### 股票走势图



#### 相关报告

#### 财务摘要

| (百万元)     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 668   | 816   | 1016  | 1367  |
| (+/-) (%) | -4%   | 22%   | 24%   | 35%   |
| 归母净利润     | 28    | 58    | 89    | 133   |
| (+/-) (%) | 27%   | 106%  | 55%   | 50%   |
| 每股收益(元)   | 0.13  | 0.26  | 0.40  | 0.60  |
| P/E       | 115   | 56    | 36    | 24    |
| P/B       | 6.1   | 5.5   | 4.8   | 4.0   |
| 毛利率       | 21%   | 22%   | 24%   | 24%   |
| ROE       | 5%    | 10%   | 14%   | 18%   |

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 8.16、10.16、13.67 亿元，同比增长 22%、24%、35%；实现归母净利润 0.58、0.89、1.33 亿元，同比增长 106%、55%、50%，CAGR=52%。现价对应 PE 56、36、24。首次覆盖，给予“买入”评级。

公司以注塑产品、金属零部件以及精密模具为主营业务。未来注塑产品为主要增量看点，主要包括智能家电精密组件、汽车智能座舱精密组件、中大型汽车轻量化内外饰件。1) 智能家电精密组件：家电智能化将推动行业市场规模持续增长，公司作为智能家电零部件供应商将持续受益；2) 汽车智能座舱精密组件：受益汽车智能化趋势，根据毕马威《2023 年智能座舱白皮书》预测数据，2026 年国内智能座舱市场规模有望达 2127 亿元，2022-2026 年 CAGR 约 17%。公司作为智能座舱零部件供应商，有望受益于行业稳定增长；3) 中大型汽车轻量化内外饰件：汽车轻量化具备减排、提效等效果。汽车用改性塑料已逐步从内饰件拓展至外饰件、发动机周边部件，用量逐步提升。公司作为汽车轻量化内外饰件供应商，有望受益于汽车轻量化比例提升。

### ● 关键假设

- 1) 预计 2026 年国内智能座舱市场规模将达 2127 亿元，2022-2026 年 CAGR 约 17%。
- 2) 预计 2025 年国内新能源汽车塑料零部件市场规模将达 627 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 34%。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场认为：公司主营业务注塑产品，主要应用于家电领域，行业天花板有限，导致公司未来成长性有限。

我们认为：2016 年前公司注塑产品主要应用于家电领域，市场空间确实有限。2016 年后公司业务从家电注塑产品逐步延伸至汽车注塑产品，市场空间打开。汽车注塑产品主要拓展的领域为智能座舱零组件、中大型汽车轻量化内外饰件。其中，预计到 2026 年国内智能座舱市场规模将达到 2127 亿元，预计到 2025 年国内新能源汽车塑料零部件市场规模有望达 627 亿元。目前，公司已与上汽乘用车、上汽大通、吉利汽车、比亚迪汽车、极氪汽车、零跑、延锋安道拓、华为等知名企业合作。未来公司将积极拓展新客户，助力公司业绩高增长。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1) 智能座舱精密组件业务下游客户拓展突破；2) 汽车轻量化内外饰件获得主机厂定点；3) 现有主机客户销量超预期。

### ● 风险提示

- 1) 竞争格局恶化；2) 下游主机厂销量不及预期；3) 行业空间测算偏差风险。

## 正文目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 精密制造专家，致力于成为全球精密制造技术方案解决商</b>                 | <b>5</b>  |
| 1.1 发展历程：深耕精密制造二十余载，积跬步而至千里                        | 5         |
| 1.2 股权架构：股权结构集中，股权激励彰显信心                           | 6         |
| 1.3 业务构成：注塑产品为主要收入来源，金属零部件增速亮眼                     | 7         |
| 1.4 财务分析：业绩稳定增长，净利率持续提升                            | 8         |
| <b>2 智能家电+汽车轻量化大势所趋，塑料制品行业扩容</b>                   | <b>9</b>  |
| 2.1 塑料制品应用领域广泛，2012-2022 年我国塑料制品产量 CAGR 约 3%       | 9         |
| 2.2 行业驱动力一：家电智能化带动塑料制品行业扩容                         | 10        |
| 2.3 行业驱动力二：汽车智能化、轻量化推动塑料制品需求井喷                     | 11        |
| 2.3.1 受益汽车智能化趋势，2022-2026 年国内汽车智能座舱市场规模 CAGR 约 17% | 12        |
| 2.3.2 新能源车轻量化趋势下，塑料制品需求增加                          | 13        |
| 2.4 2025 年新能源汽车塑料零部件市场空间有望达 627 亿                  | 14        |
| <b>3 竞争优势：客户、技术、经验优势构建公司核心竞争力</b>                  | <b>14</b> |
| 3.1 客户优势：产品质量构建丰富客户群体，优质客户资源丰富                     | 14        |
| 3.2 技术优势：高精度、高品质、高效率，技术水平全国领先                      | 15        |
| 3.3 工装优势：模具制造能力积累深厚，助力公司向多领域拓展                     | 17        |
| <b>4 投资建议</b>                                      | <b>17</b> |
| 4.1 盈利预测   | 17        |
| 4.2 估值分析   | 19        |
| 4.3 投资建议   | 20        |
| <b>5 风险提示</b>                                      | <b>20</b> |
| 5.1 竞争格局恶化风险                                       | 20        |
| 5.2 下游主机厂销量不及预期风险                                  | 20        |
| 5.3 行业空间测算偏差风险                                     | 20        |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司成立于 2001 年, 主营业务由精密模具制造延伸至下游应用领域 .....                        | 5  |
| 图 2: 公司股权结构集中, 实际控制人持股约 60% .....                                    | 7  |
| 图 3: 注塑产品是公司主要收入来源 .....   | 7  |
| 图 4: 2022 年智能家电组件营收占比达 63.7% .....                                   | 7  |
| 图 5: 2018-2022 年金属零部件毛利率最高 (除 2020 年外) .....                         | 8  |
| 图 6: 2018-2022 年注塑产品毛利占比在 75% 以上, 占比最高 .....                         | 8  |
| 图 7: 2018-2022 年公司实现营业收入 CAGR 约 4.78% .....                          | 8  |
| 图 8: 2018-2022 年公司实现归母净利润 CAGR 约 28.93% .....                        | 8  |
| 图 9: 2018 年以来毛利率保持在 18% 以上, 净利率持续提升 .....                            | 9  |
| 图 10: 公司不断加强内控, 期间费用率呈现波动下降趋势 .....                                  | 9  |
| 图 11: 2018-2022 年公司研发支出 CAGR 约 8.45%, 保持稳定增长 .....                   | 9  |
| 图 12: 我国塑料制品行业产量稳步增长, 2012-2022 年产量 CAGR 约 3% .....                  | 10 |
| 图 13: 2022 年塑料零件及其他塑料制品的主营业务收入占塑料制品行业的 33.3% .....                   | 10 |
| 图 14: 预计到 2023 年我国智能家电行业市场规模将达 7304 亿元 .....                         | 11 |
| 图 15: 2014-2022 年中国汽车平均销量为 2637 万辆 .....                             | 11 |
| 图 16: 2021 年国内汽车零部件制造者营收增速约 12% .....                                | 11 |
| 图 17: 2017-2025 我国汽车销量 CAGR 约 0.2% .....                             | 12 |
| 图 18: 2022-2025 年新能源汽车销量 CAGR 约 29% .....                            | 12 |
| 图 19: 截止 2022 年智能座舱域控制器、HUD 等渗透率有望提升 .....                           | 12 |
| 图 20: 2022-2026 年国内智能座舱市场规模 CAGR 约 17% .....                         | 12 |
| 图 21: 汽车塑料零部件的应用 .....   | 13 |
| 图 22: 公司与下游客户保持长期稳定合作 .....  | 15 |
| 图 23: 公司上市以来 PE 中枢约 119 倍, 远高于目前估值水平 .....                           | 19 |
| 表 1: 公司产品广泛应用于智能家电、汽车智能座舱、中大型汽车轻量化零部件等领域 .....                       | 6  |
| 表 2: 2025 年国内新能源汽车塑料零部件的市场规模有望达 627 亿元, 2022-2025 年 CAGR 约 34% ..... | 14 |
| 表 3: 2022 年公司研发项目进度 .....  | 15 |
| 表 4: 目前公司模具制造精度处于领先水平 .....  | 17 |
| 表 5: 公司业务拆分 .....  | 18 |
| 表 6: 可比公司估值对比 .....  | 19 |
| 表附录: 三大报表预测值 .....   | 21 |

# 1 精密制造专家，致力于成为全球精密制造技术方案解决商

## 1.1 发展历程：深耕精密制造二十余载，积跬步而至千里

深耕精密模具制造、注塑成型产品领域，积极开发下游应用产品。公司前身系慈溪市横河塑料模具厂，2012年变更为宁波横河模具股份有限公司。2014年公司尝试开展空气净化器业务，进行产业链延伸。2016年公司将模具产品的应用领域从家电拓展至汽车零部件。2016年8月份公司于创业板上市。公司核心产品为智能家电精密组件、汽车智能座舱精密组件、中大型汽车轻量化内外饰件等。

图1：公司成立于2001年，主营业务由精密模具制造延伸至下游应用领域



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

多年深耕精密模具、精密零组件研发及制造，产品应用领域广泛。公司主要产品涵盖精密齿轮及齿轮箱/减速器、精密结构件、中大型汽车轻量化内外饰件等，广泛应用于智能家电、汽车智能座舱、大型汽车轻量化等领域，并与多家企业达成合作，其中：

- (1) 智能家电：公司根据客户的需求，参与开发并量产了多款精密结构件、齿轮箱及齿轮箱驱动系统，主要应用于智能扫地机器人、擦窗机器人、咖啡机、智能电动工具、高速吸尘器等产品，现已与松下、赛博、卡赫、小米等国外知名企业展开深度合作。
- (2) 汽车智能座舱：公司产品主要有①齿轮、精密结构件，应用于智能座椅的调角器、调节器、锁止机构等部位的齿轮、精密传动部件产品；②加油小门执行机构；③大扭矩车载执行器。现已与延锋安道拓、华为等知名企业合作，大扭矩车载执行器有望成为公司爆款产品。
- (3) 中大型汽车轻量化零部件：公司产品有全塑前端模块、汽车全塑尾门、汽车全塑引擎盖、扰流板、加油口盒等汽车轻量化内外饰零部件。与传统的钢制内外饰件相比，平均减重达20%-30%。现已与上汽乘用车、上汽大通、吉利汽车、比亚迪汽车、极氪汽车、零跑汽车等知名企业合作。



表1: 公司产品广泛应用于智能家电、汽车智能座舱、中大型汽车轻量化零部件等领域

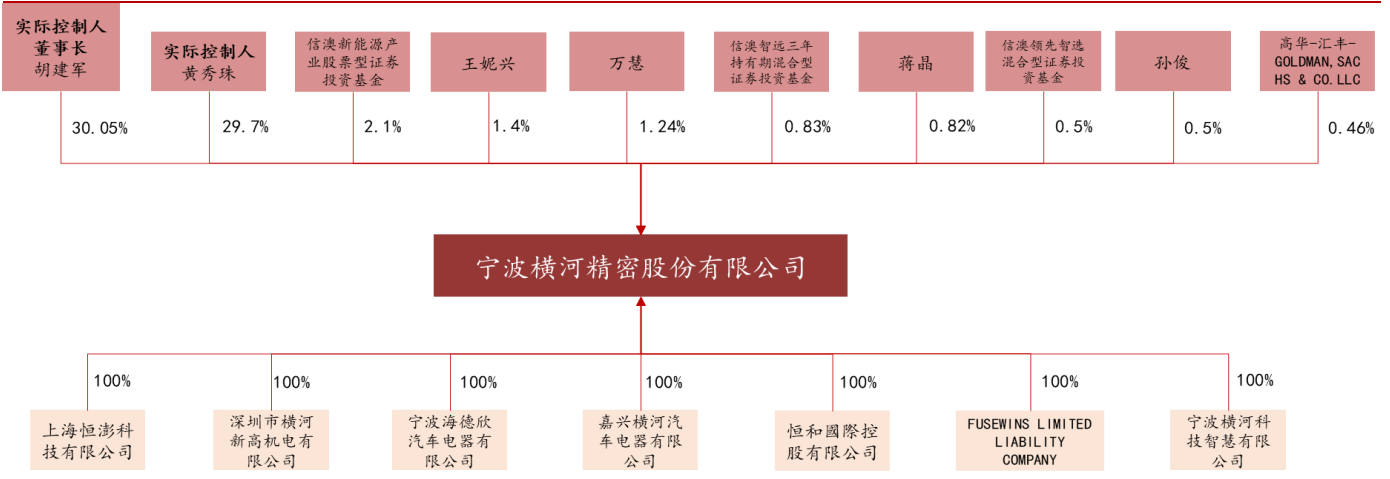
| 应用领域        | 产品类别        | 代表产品  | 产品说明   |
|-------------|-------------|---|--|
| 智能家电        | 齿轮、精密结构件等   |    | 代表产品有 3D 涡轮、风扇、精密齿轮等精密零部件，主要应用于高速吸尘器、智能洗碗机等智能家电领域；                               |
|             | 齿轮箱、齿轮箱驱动系统 |    | 代表产品为应用于扫地机器人、咖啡机齿轮箱等智能家电的高精度齿轮箱及其驱动系统；公司产品在保证家电设备静音、稳定的运行状态下实现精准的输出；            |
|             | 散热系统集成      |    | 代表产品为应用于智能坐便器、智能冰箱、洗碗机等智能家电的散热风扇系统；  |
| 汽车智能座舱      | 齿轮、精密结构件    |    | 代表产品为应用于座椅调角器、调节器、锁止机构、旋转屏等传动机构的齿轮、齿轮箱等；   |
|             | 加油小门执行机构    |    | 代表产品主要有加油小门执行机构，其执行功能对环境稳定性及使用寿命都有很高的要求；   |
|             | 大扭矩车载执行器    |   | 代表产品有摆门驱动电机组件，其执行功能对扭矩、噪音、寿命、防水都有很高的要求；  |
| 中大型汽车轻量化零部件 | 中大型轻量化内外饰部件 |  | 代表产品主要有汽车全塑前端模块、汽车全塑尾门、汽车全塑引擎盖、扰流板、加油口盒等汽车轻量化内外饰零部件。与传统的钢制内外饰件相比，平均减重高达 20%-30%； |
| 模具          | 精密模具        |  | 为注塑成型生产过程中所必须的工艺装备。  |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.2 股权架构：股权结构集中，股权激励彰显信心

公司股权结构集中，实控人持股约 60%。截止 2023-3-31，胡志军先生持有 30.1% 的股份，黄秀珠女士持有公司 29.7% 的股份，二人为公司控股股东、最终受益人，合计持有公司 59.8% 的股权，其中胡志军、黄秀珠为夫妻关系，家族控股比例较高。2020 年 6 月 23 日，公司向 59 名激励对象授予 203.5 万股限制性股票，授予价格为 3.46 元/股。

图2：公司股权结构集中，实际控制人持股约 60%

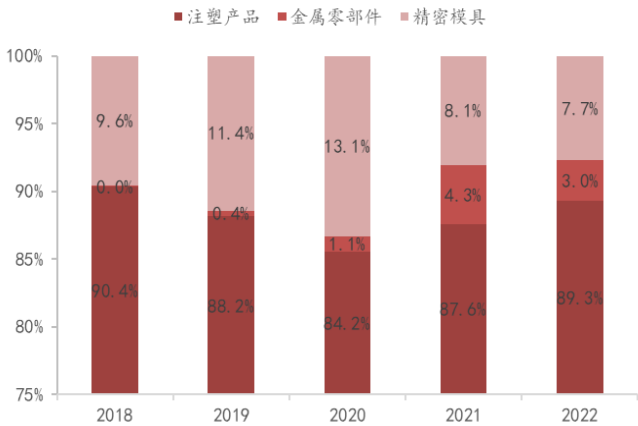


资料来源：Wind，截止 2023-3-31，浙商证券研究所

### 1.3 业务构成：注塑产品为主要收入来源，金属零部件增速亮眼

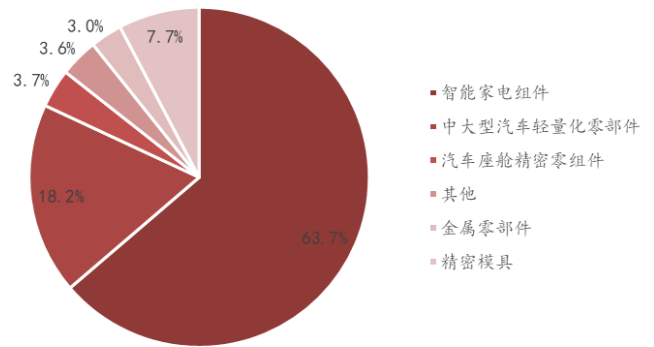
注塑产品是公司主要收入来源，2022 年营收占比约 89%。2018-2022 年公司注塑产品营业收入从 5 亿元增长至 5.96 亿元，营收占比保持在 84%以上，是公司主要收入来源；其次是精密模具营收从 2018 年的 5320 万元略降至 2022 年的 5144 万元，营收占比从 9.6%降至 7.7%；最后是金属零部件营收从 2018 年的 26 万元增长至 2022 年的 2023 万元，营收占比从 0.05%提升至 3%。公司最核心的注塑产品主要包括智能家电组件、中大型汽车轻量化零部件、汽车座舱精密零组件。2022 年公司智能家电组件营收占比约 63.7%，中大型汽车轻量化零部件营收占比 18.2%，汽车座舱精密零组件占比 3.7%。

图3：注塑产品是公司主要收入来源



资料来源：Wind，浙商证券研究所

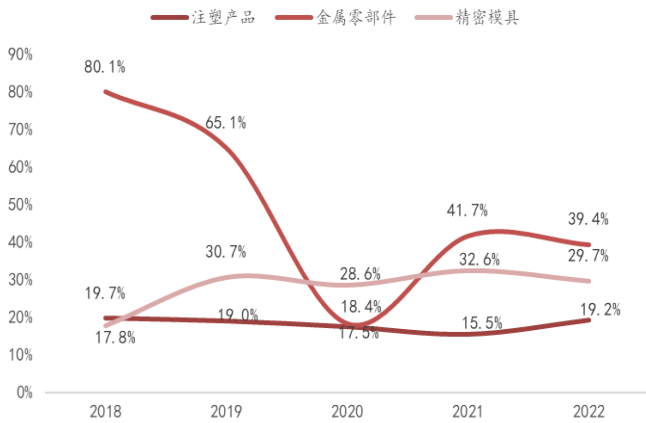
图4：2022 年智能家电组件营收占比达 63.7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

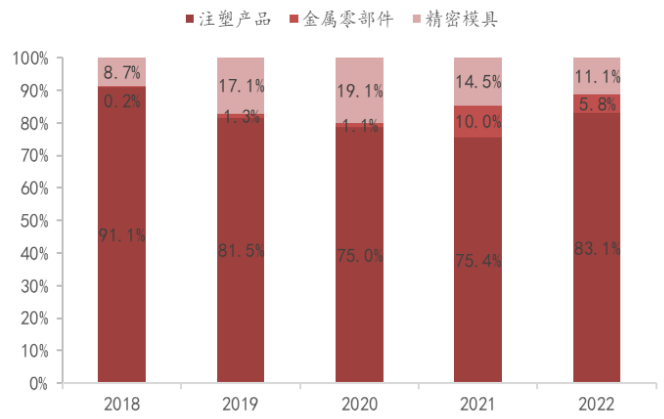
公司金属零部件毛利率较高，注塑产品毛利占比最大。2018-2022 年公司金属零部件毛利率最高，维持在 39%以上（剔除 2020 年）；其次是精密模具毛利率基本保持在 30%左右；注塑产品毛利率维持在 15.5%-19.7%之间，相对较低。2022 年公司金属零部件、精密模具、注塑产品毛利率分别为 39.4%、29.7%、19.2%，金属零部件盈利能力最强。从毛利构成来看，注塑产品保持在 75%以上，其他产品毛利贡献较低。

图5：2018-2022年金属零部件毛利率最高（除2020年外）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：2018-2022年注塑产品毛利占比在75%以上，占比最高

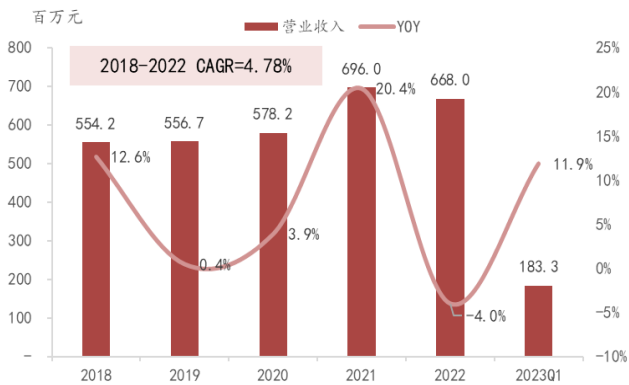


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.4 财务分析：业绩稳定增长，净利率持续提升

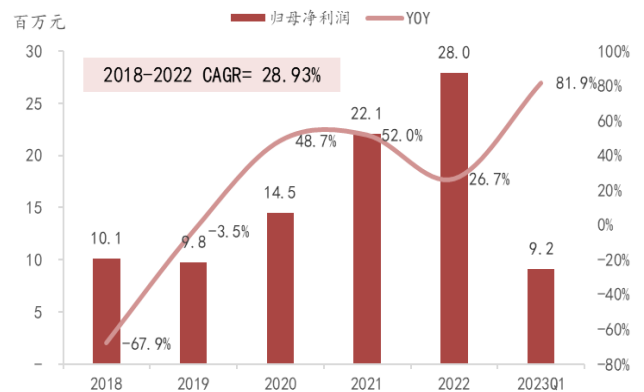
收入端稳步增长，2018年后利润端保持较快增长。2018-2022年公司营业收入从5.54亿元增至6.68亿元，GAGR=4.78%；归母净利润由1012万元提升到2795万元，CAGR=28.93%。2023年一季度公司实现营业收入1.8亿元，同比增长11.9%；归母净利润915万元，同比提升81.9%。

图7：2018-2022年公司实现营业收入CAGR约4.78%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2018-2022年公司实现归母净利润CAGR约28.93%



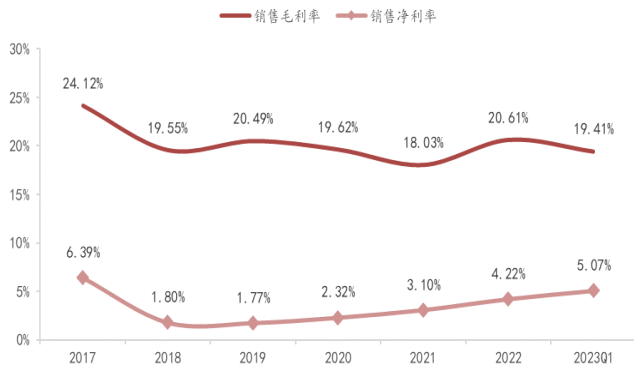
资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司毛利率略有波动，净利率持续提升。2018年公司在汽车零部件领域加码布局，盈利能力逐步提升。从毛利率来看，2018年以来公司毛利率略有波动，整体保持在18%以上，较为稳定。从净利率来看，2018-2022年公司净利率由1.8%提升至4.22%，呈现稳步上升趋势，主要系公司收入规模提升，规模效应体现。

公司加强内控，期间费用率呈现波动下降趋势。2018-2021年，公司期间费用率从15.88%下降至12.94%，主要得益于销售费用率和研发费用率下降。2022年公司期间费用率14.45%，同比提升1.5pct，主要系研发费用率和管理费用率提升所致，分别提升1.22、0.78pct。

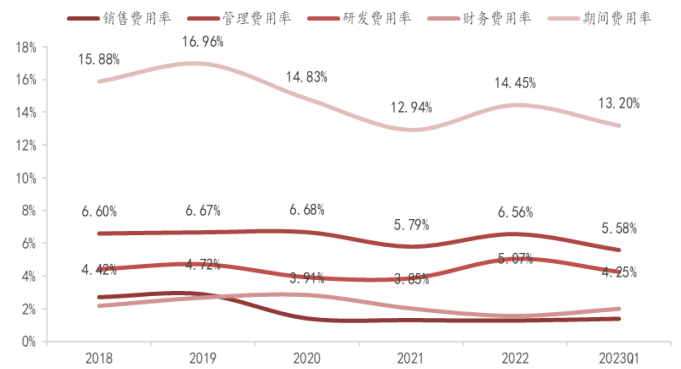


图9：2018年以来毛利率保持在18%以上，净利率持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

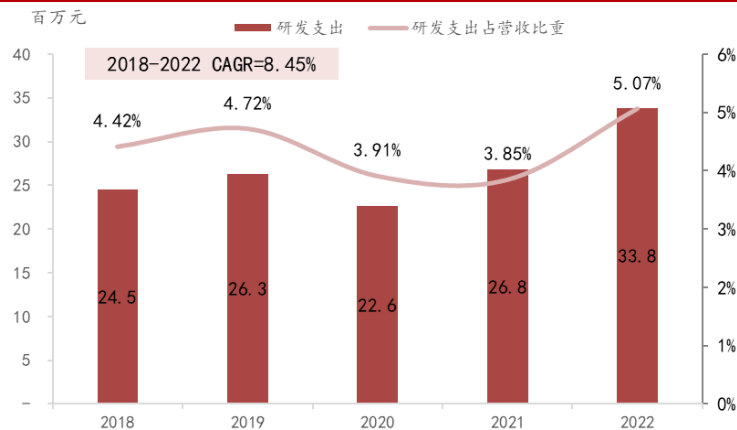
图10：公司不断加强内控，期间费用率呈现波动下降趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**研发投入持续加大，三大生产基地两大研发中心助力实现一站式服务。**公司的大型注塑模具的生产已经达到国内先进水平，在精度、制造周期的要求上已经达到国外先进水平。2018-2022年研发支出呈现增长趋势，CAGR=8.45%。公司目前拥有浙江慈溪新兴产业集群区、浙江嘉兴经济技术开发区、深圳燕川社区3大生产基地，浙江慈溪总部、浙江嘉兴2个研发中心，打造方案设计、产品开发到量产制造的一站式服务。

图11：2018-2022年公司研发支出CAGR约8.45%，保持稳定增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

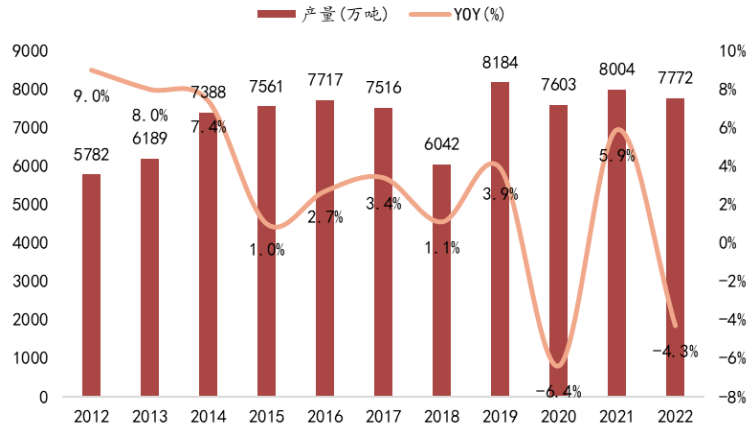
## 2 智能家电+汽车轻量化大势所趋，塑料制品行业扩容

### 2.1 塑料制品应用领域广泛，2012-2022年我国塑料制品产量CAGR约3%

**塑料制品应用领域广泛，为四大基础材料之一。**塑料是由合成或天然高分子化合物为原料，以增塑剂、填充剂、润滑剂、注塑剂等添加剂为辅助成分，在一定温度和压力下制成的塑性材料和少量固性材料。塑料以重量轻、可塑性强、制造成本低、功能广泛等特点广泛应用于信息、能源、工业、农业、交通运输、宇宙空间和海洋开发等国民经济各领域。已与钢铁、木材和水泥一起构成现代社会中的四大基础材料，是支撑现代社会发展的基础材料之一，近几年来，我国塑料制品业发展迅速，规模不断扩大，成为我国国民经济的重要组成部分。

我国是塑料制品生产大国，近年来我国塑料制品产量出现小幅波动。2012-2022 年我国塑料制品产量 CAGR 约 3%，稳定增长。

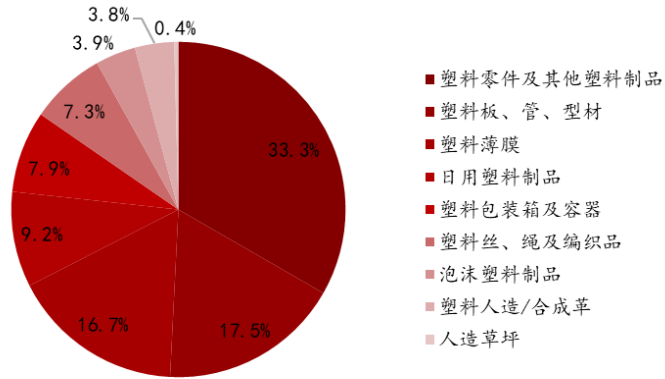
图12：我国塑料制品行业产量稳步增长，2012-2022 年产量 CAGR 约 3%



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

**塑料零件及其他塑料制品为塑料制品行业第一大收入来源。**塑料零件大多采用注塑成型工艺制造，具备生产周期短、适应性强、生产效率高等优点，外形复杂、尺寸精密的塑料零件一次成型一般仅需几秒至几分钟，适合大规模工业化生产。2022 年塑料零件及其他塑料制品是塑料制品行业第一大收入来源，主营业务收入占全行业约 33.3%。

图13：2022 年塑料零件及其他塑料制品的主营业务收入占塑料制品行业的 33.3%



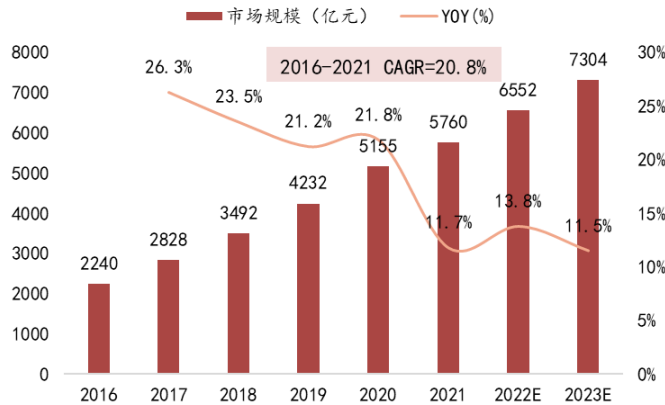
资料来源：中国塑料加工工业协会，浙商证券研究所

## 2.2 行业驱动力一：家电智能化带动塑料制品行业扩容

我国智能家电行业快速增长，预计 2023 年市场规模达 7304 亿元。2016-2021 年，我国智能家电行业市场规模由 2240 亿元增长至 5760 亿元，CAGR 约 20.8%。根据中商产业研究院预测，预计 2022 年我国智能家电市场规模达 6552 亿元，预计 2023 年市场规模达 7304 亿元。伴随国内移动终端逐步普及以及物联网加速推广，智能家电有望加速发展，市场空间将进一步提高。

公司根据客户需求参与开发并量产众多零部件及组件项目，如家电用传动齿轮箱及齿轮箱驱动系统等，主要应用于智能扫地机器人、擦窗机器人、咖啡机、智能电动工具、高速吸尘器等产品。未来，随着智能家电行业持续扩容，公司业务有望进一步扩展。

图14： 预计到 2023 年我国智能家电行业市场规模将达 7304 亿元



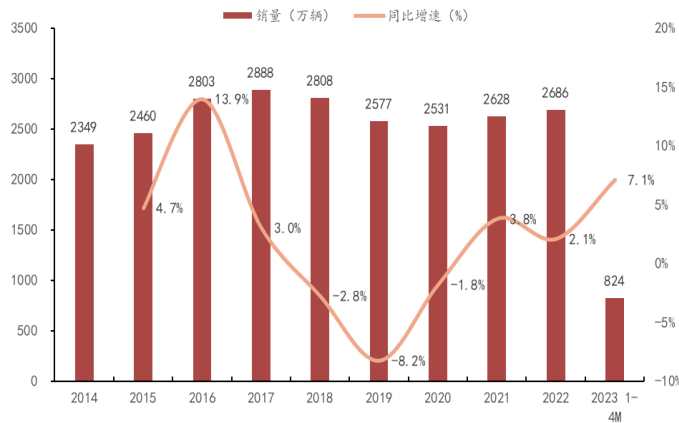
资料来源：中商产业研究院，华经产业研究院，浙商证券研究所

### 2.3 行业驱动力二：汽车智能化、轻量化推动塑料制品需求井喷

疫后消费复苏下，2023 年前 4 月份国内汽车销量增速提升。根据中国汽车工业协会数据，2020 年我国汽车销售完成 2531.1 万辆，同比下降 1.8%，降幅比上年收窄 6.5pct。随着疫情控制稳定，国内需求抬头。2021 年实现恢复性正增长，汽车销量约 2627.5 万辆，同比增长 3.8%。2022 年持续保持增长态势，汽车销量约 2686.4 万辆，同比增长 2.1%。伴随疫情逐步消退，消费需求将加速恢复，中国汽车市场总体潜力依然巨大。2023 年 1-4 月份汽车销量高达 824 万辆，同比增长 7.1%，加速增长。

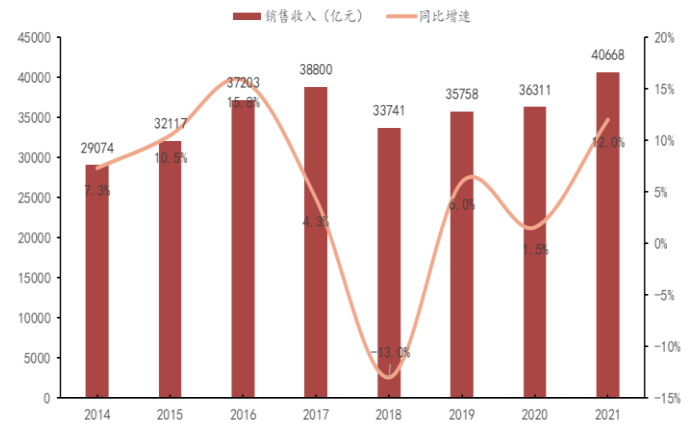
国产替代驱动汽车零部件市场快速增长。我国汽车零部件行业在国产替代需求驱动下保持良好增长势头。根据国家统计局数据，我国 2021 年汽车零部件制造业营业收入约 4.1 万亿元，同比增长 12%。除此，受益于环保和“碳中和”的推进，新能源汽车销量和市占率快速提升。根据我们测算，2025 年新能源车总销量达 1464 万台，2022-2025 年 CAGR 约 29%；至 2025 年，新能源车市占率有望稳步提升至 50%。

图15： 2014-2022 年中国汽车平均销量为 2637 万辆



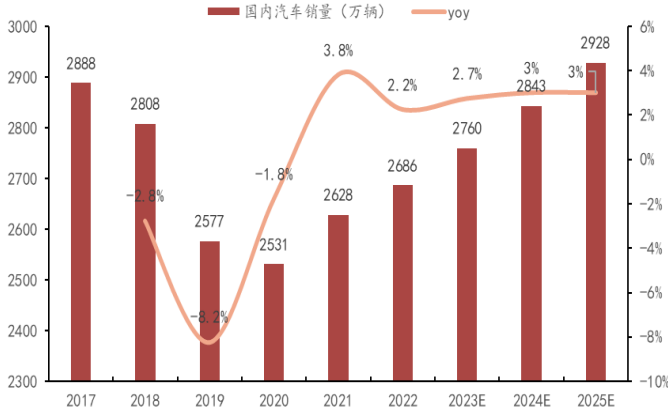
资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

图16： 2021 年国内汽车零部件制造业营收增速约 12%



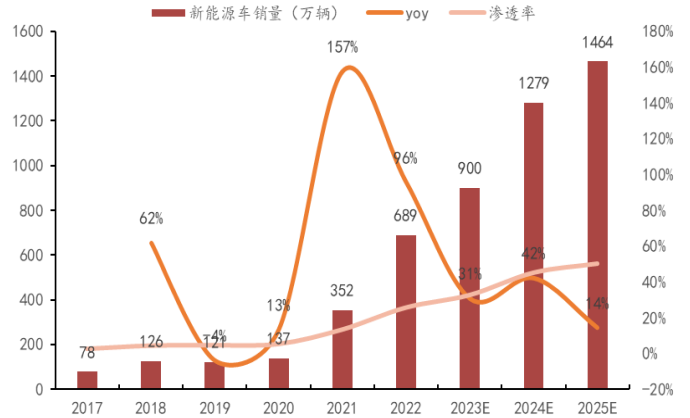
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图17： 2017-2025 我国汽车销量 GAGR 约 0.2%



资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所测算

图18： 2022-2025 年新能源汽车销量 CAGR 约 29%



资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所测算

### 2.3.1 受益汽车智能化趋势，2022-2026 年国内汽车智能座舱市场规模 CAGR 约 17%

智能座舱是智能汽车的产物，指的是配备智能化、网联化的车载产品，可使人车智能交互的座舱。智能座舱包括汽车内饰和电子系统，其整合了液晶仪表、信息娱乐系统、HUD、流媒体后视镜等多种电子部件。发展历史主要分为三个阶段，在 2000 年之前的机械时代，2000-2015 年的电子时代，2015 年后的智能时代。目前汽车座舱已进入智能化时代，座舱大尺寸屏显示、多联屏出现，信息娱乐系统功能丰富，交互样式多样，且为高度集成化、安全程度较高，智能化程度高的交互产品。智能座舱作为人车交互的第一入口，有望快速发展。

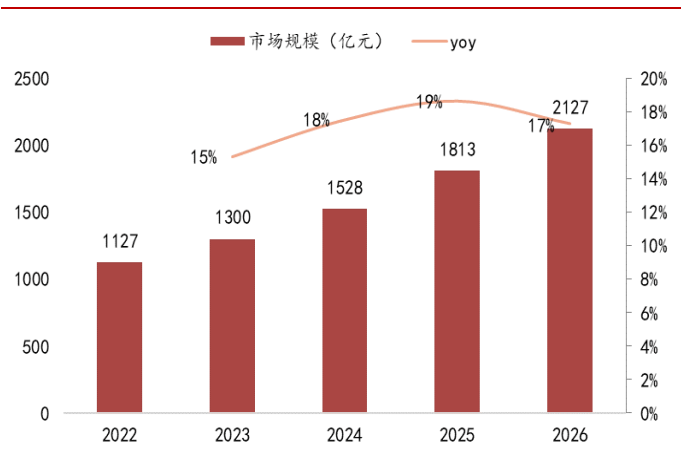
受益汽车智能化，智能座舱行业快速发展。我国作为全球汽车行业发展潜力最大的市场，智能座舱行业空间广阔。根据毕马威《2023 年智能座舱白皮书》，预计到 2026 年中国智能座舱市场规模将达到 2127 亿元，2022-2026 年 CAGR 约 17%，渗透率有望从 59%提升至 82%。截止 2022 年，智能座舱域控制器、抬头显示（HUD）渗透率仅分别约 4%、10%，将成为智能座舱市场规模增长的主要部件。

图19： 截止 2022 年智能座舱域控制器、HUD 等渗透率有望提升



资料来源：毕马威《2023 年智能座舱白皮书》，浙商证券研究所

图20： 2022-2026 年国内智能座舱市场规模 CAGR 约 17%



资料来源：毕马威《2023 年智能座舱白皮书》，浙商证券研究所

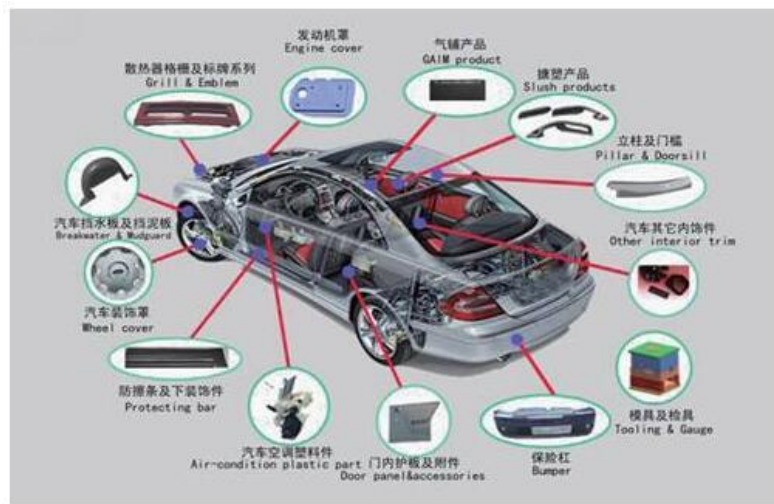
### 2.3.2 新能源车轻量化趋势下，塑料制品需求增加

轻量化具备减排、提效等作用，新能源汽车时代轻量化势在必行。从减排来看，根据中国复合材料学会，对于燃油车，汽车每减重 100 公斤，百公里油耗可降低 0.3-0.6 升、二氧化碳排放可减少 1 公斤；从提效来看，根据美铝协会，乘用车每减重 10%，对燃油车动力系统效果提 3.3%-3.9%，对新能源车动能效果提升 6.3%。新能源汽车电池重量约为 500kg，约占整车重量的 1/4，整车重量若降低 10kg，续航里程则可增加 2.5km。

汽车轻量化技术包括汽车结构的合理设计和轻量化材料的使用两大方面。一方面汽车轻量化与材料密切相关；另一方面，优化汽车结构设计也是实现汽车轻量化的有效途径。与汽车自身质量下降相对应，汽车轻量化技术不断发展，主要表现在：

- (1) **材料升级：**轻质材料的使用量不断攀升，铝合金、镁合金、钛合金、高强度钢、塑料、粉末冶金、生态复合材料及陶瓷等的应用越来越多；
- (2) **结构优化：**结构优化和零部件的模块化设计水平不断提高，如采用前轮驱动、高刚性结构和超轻悬架结构等来达到轻量化的目的，计算机辅助集成技术和结构分析等技术；
- (3) **工艺创新：**汽车轻量化促使汽车制造业在成型方法和联接技术上不断创新。

图21：汽车塑料零部件的应用



资料来源：招股说明书，中金普华产业研究院，浙商证券研究所

**新能源车轻量化趋势下，汽车塑料零部件需求增加。**目前改性塑料其具备低成本、高性能等显著优势，是汽车用材料中用量仅次于金属的材料。汽车使用改性塑料已从内饰件逐步拓展至外饰件、发动机周边部件等，应用范围逐步扩大，用量逐步提升。

以**汽车尾门为例**，其材料已经实现从传统钢制尾门更迭至复合材料尾门，再至全塑尾门的方向发展。全塑尾门，作为汽车轻量化领域材料升级与工艺创新的重要应用，与传统的钢制后尾门相比，平均减重高达 20%-30%，并同时具有集成化更高、工艺更简单、生产加工周期更短等优势，正在成为越来越多造车企业的选择。根据 TMR 预计，全球汽车尾门市场将以每年 4% 的速度复合增长，到 2027 年底，市场整体规模有望达到 150 亿美元。汽车轻量化的大背景下，全塑尾门市场的未来可期。



## 2.4 2025 年新能源汽车塑料零部件市场空间有望达 627 亿

随着国内新能源汽车渗透率持续提升，我们认为到 2025 年国内新能源汽车塑料零部件的市场规模有望达 627 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 34%。核心假设如下：

假设 1：新能源汽车 2023-2025 年的预测销量分别为 900、1279、1464 万辆。

假设 2：根据立鼎产业研究院数据，我们假设 2023-2025 年单车装备用量预测量分别为 1.28、1.24、1.2 吨/辆。

假设 3：根据立鼎产业研究院数据，我们假设 2023-2025 年新能源汽车塑料用量占比分别为 13%、14%、15%。

假设 4：根据立鼎产业研究院数据，我们假设汽车塑料价格稳定在 2.38 万/吨。

表2：2025 年国内新能源汽车塑料零部件的市场规模有望达 627 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 34%

|                    | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 新能源汽车销量(万辆)        | 137  | 352  | 689  | 900   | 1279  | 1464  |
| 单车装备质量(吨/辆)        | 1.4  | 1.36 | 1.32 | 1.28  | 1.24  | 1.20  |
| 汽车塑料零部件用量占比        | 10%  | 11%  | 12%  | 13%   | 14%   | 15%   |
| 新能源汽车塑料零部件价格(万/吨)  | 2.38 | 2.38 | 2.38 | 2.38  | 2.38  | 2.38  |
| 新能源汽车塑料零部件市场规模(亿元) | 46   | 125  | 259  | 355   | 528   | 627   |

资料来源：立鼎产业研究院，浙商证券研究所测算

## 3 竞争优势：客户、技术、经验优势构建公司核心竞争力

### 3.1 客户优势：产品质量构建丰富客户群体，优质客户资源丰富

公司在家电领域与客户保持长期稳定合作，积极拓展汽车零部件市场新客户。精密结构件制造行业下游客户一般为大型制造商，有严格的供应商认定体系，合格供应商资质一旦被认定，为保证产品品质及维护供货的稳定性，厂商通常不会轻易改变模具供货渠道。这种严格的供应商资质认定，以及基于长期合作而形成的稳定客户关系，对新进入的企业形成了极强的资质壁垒。公司在承接大量高精密的设计制造业务的过程中在下游客户群中形成了良好的口碑，汽车零部件领域的新客户拓展顺利。

- 1) 智能家电领域：公司已成为松下电器、德国卡赫、法国赛博集团、东芝、科勒、耐德科、小米等全球知名企业的合作伙伴。
- 2) 汽车智能座舱领域：公司与华为、延锋安道拓、恺博等知名企业展开深度合作。
- 3) 汽车工程塑料轻量化应用领域：公司已就全塑尾门、全塑引擎盖、全塑前端框架等轻量化项目与上汽大通、上汽乘用车、吉利汽车、比亚迪等展开合作并实现量产。

图22: 公司与下游客户保持长期稳定合作



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.2 技术优势: 高精度、高品质、高效率, 技术水平全国领先

多款研发产品将投入量产, 2022 年车载减速器执行机构实现较大突破。公司在研发端持续不断的投入, 已成功为客户开发并量产了多款家用电器齿轮箱、汽车轻量化全塑尾门、加油口盒执行机构、11 万转 PEEK 材料高速涡扇等项目, 各项性能指标均达到行业领先水平。2022 年公司在车载减速器执行机构领域实现较大的突破, 团队研发的摆门驱动电机组件成功获得某新能源主机厂定点, 实现了公司在该领域研发与业务端 0 到 1 的重大突破。

表3: 2022 年公司研发项目进度

| 主要研发项目名称            | 项目进展 | 拟达到的目标       |
|---------------------|------|--------------|
| SEB 吸尘器模具及产品        | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| HW 智能屏模具及产品         | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| AK 微创腔镜切割吻合器模具及产品   | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| SEB 多功能清洁器模具及产品     | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| SEB 卷线盘模具及产品        | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| HW 智能抬头显示器模具及产品     | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| WC 血糖仪模具及产品         | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| WCU 卡赫齿轮箱模具及产品      | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| HW 智能驾窗内饰件模具及产品     | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| SX 布艺清洗机模具及产品       | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| KH 卡赫镜片模具及产品        | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| KB 恺博智能座椅转动件模具及产品   | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| SX 洗碗机模具及产品         | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| 高精度密封阀门生产工艺的研发      | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| 吸尘器刷条脱模结构的研发        | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| 智能洗碗机耐高温外壳注塑成型工艺的研发 | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| 结构紧凑的轻薄智能马桶盖的研发     | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| 注塑件一体脱模顶出注塑模具的研发    | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| 马桶座圈高整体性成型模具的研发     | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |
| 一种电熨斗外壳结构           | 已完结  | 实现客户认定, 形成销售 |

|                     |     |              |
|---------------------|-----|--------------|
| 一种便于拆卸的吸尘器用集尘盒      | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| 一种分体式蒸汽电熨斗外壳        | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| 一种具有汽化腔杂质手机功能的可装配式电 | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| 一种便于拆卸的吸尘器用集尘盒      | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| 一种便于安装的吸尘器用碳素毛刷     | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| EP33L 尾门饰板总成        | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| FX11 前端框架总成         | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| SV91 储物盒            | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| EH32 扰流板总成          | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| HDX21 系列加油小门        | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| HDX22 系列框架          | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| HDX22 系列立柱          | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| AS33 前端模块总成         | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| IP42 尾门饰板总成         | 已完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| EKEA 前端框架总成         | 未完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| UKEA 前端框架总成         | 未完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| V51DK 前端框架总成        | 未完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| HC 前端框架总成           | 未完结 | 实现客户认定, 形成销售 |
| SV52 侧尾饰板综合总成       | 未完结 | 实现客户认定, 形成销售 |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**模具制造精密度全国领先。**公司模具制造的最高精度已经达到  $\pm 1 \mu\text{m}$ , 表面粗糙度达到 Ra0.16, 刀具切削加工硬度达到 HRC60-HRC63, 成型产品精度达到  $\pm 5 \mu\text{m}$ 。以公司获得精模奖的“RS3630200 钉仓注塑模具”为例, 该产品用于医疗手术中替代传统羊肠线的钛钉储仓, 制件的精度要求很高, 零部件组装紧密, 注塑件允许公差  $\pm 0.008\text{mm}$ , 且不允许存在任何毛刺, 为满足该等精度要求, 保证产品质量稳定, 模具材料需要经过去应力处理, 且模具零件加工精度需达到  $0.002\text{mm}$ , 并需在恒温车间 ( $20 \pm 0.5$ )  $^{\circ}\text{C}$  环境中生产。

**模具品质高, 寿命时间长。**公司模具产品注塑使用寿命至少 50 万次, 目前个别产品注塑使用次数已超过 500 万次且使用状态良好。从先进产品质量检测设备的应用到相关质量管理体系在组织层展开并细化落实, 实现产品生产线的全流程实时化管控, 涵盖研发、设计、采购、制造到交付等所有环节, 从而确保产品质量, 打造优质的公司口碑。

**生产效率高, 制作周期短。**公司普通精密模具的平均制造周期为 25 天, 高精密高难度模具的平均制造周期为 35 天; 注塑成型设备规格较为齐全, 锁模力从 30 吨至 4,000 吨, 可注塑单件重量从 0.01 克至 10,000 克, 满足各规格产品的生产。

**精准检测, 严格把控产品品质。**公司已经建立独立的品质管理部门, 拥有高端精密检测设备, 通过重要环节必检、定时抽检、动态巡检等方式, 严格检查各工艺环节的产品质量, 保证产成品品质。公司对所有出厂产品都实行严格测试, 保证出货产品全部满足客户要求。

**表4：目前公司模具制造精度处于领先水平**

| 项目         | 国外先进水平     | 国内先进水平    | 横河精密                  |
|------------|------------|-----------|-----------------------|
| 精度 (mm)    | 0.01-0.02  | 0.02-0.05 | -0.001-0.001          |
| 表面粗糙度 (um) | 0.03-0.08  | 0.06-0.16 | 0.16                  |
| 制造周期(月)    | 2-3        | 2-4       | 普通：0.83<br>高精密：1.17   |
| 使用寿命       | 100-200 万次 | 50-100 万次 | 至少 50 万次，个别可超过 500 万次 |

资料来源：公司可转债募集说明书、公司年报，浙商证券研究所

### 3.3 工装优势：模具制造能力积累深厚，助力公司向多领域拓展

基于领先的工艺装备能力，向下游多领域拓展。公司以注塑模具起家，经年积累模具制造能力全国领先。基于领先的模具制造能力，抓住汽车零部件等行业机会，向下游领域拓展，打开成长空间。

基于已在家电领域积累多年的齿轮箱及齿轮箱驱动系统制造经验，向汽车领域相关零部件拓展。齿轮箱、齿轮箱驱动系统是主要产品之一，已在家电领域量产并销售多年。近年来，公司基于在家电领域积累多年的齿轮箱及齿轮箱驱动系统制造经验，在汽车零部件领域所推出的大扭矩车载执行器等工艺原理与齿轮箱及齿轮箱驱动系统相似的产品，有望成为公司在汽车领域的爆款产品。

## 4 投资建议

### 4.1 盈利预测

#### 1、收入预测

(1) 智能家电：2022 年欧洲客户端去库存导致公司出口受到不利影响，2023 年该因素逐步消除。再加上松下、卡赫等核心客户的 OEM、ODM 业务持续放量。我们假设 2023-2025 年收入增速约 12.8%、8.3%、25%。

(2) 中大型汽车轻量化：汽车电动化趋势下，新能源车轻量化可减排提效。随着国内新能源汽车渗透率持续提升，汽车塑料零部件需求增加，预计 2025 年国内新能源汽车塑料零部件的市场规模有望达 627 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 34%。公司现已与上汽乘用车、上汽大通、吉利汽车、比亚迪汽车、极氪汽车、零跑汽车等知名企业在汽车轻量化内外饰零部件进行深度合作，有望受益新能源汽车塑料零部件行业的快速增长。我们假设 2023-2025 年公司收入增速约 35.5%、39.4%、41.3%。

(3) 汽车智能座舱：受益汽车智能化，智能座舱行业快速发展。预计 2026 年国内智能座舱市场规模有望达 2127 亿元，2022-2026 年 CAGR 约 17%，渗透率有望从 59% 提升至 82%。公司已与延锋安道拓、华为等在汽车智能座舱零部件方面展开深度合作，公司有望在客户端实现份额提升，同时受益客户自身销量的提升。再加上，2022 年该业务营收基数较低。我们假设 2023-2025 年公司收入增速约 205.2%、100%、66.7%。

#### 2、毛利率预测

(1) 智能家电: 2021-2022 年公司该业务毛利率分别约 15.28%、19.49%。随着公司规模效应以及新产品放量, 未来毛利率有望稳步提升。预计 2023-2025 年公司智能家电业务毛利率 19.5%、19.8%、20%。

(2) 中大型汽车轻量化: 2022 年公司该业务毛利率约 15.65%。随着公司在手项目逐步量产, 规模效应逐步显现, 未来毛利率有望逐步提升。预计 2023-2025 年 20%、21.5%、23%。

(3) 汽车智能座舱: 2022 年公司该业务毛利率约 29.35%。随着公司新项目逐步放量, 规模效应提升, 毛利率有望稳步提升。预计 2023-2025 年汽车智能座舱业务毛利率 29.5%、30%、30%。

### 3、期间费用率预测

公司的期间费用率相对稳定, 2020-2022 年期间费用率分别为 14.8%、12.9%、14.4%。随公司收入规模的不断扩大, 规模效应下期间费用率将呈现下降趋势, 预计 2023-2025 年公司期间费用率分别为 13.5%、13%、12.5%。

表5: 公司业务拆分

| 业务类别      | 年份        | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-----------|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 注塑产品      | 营业收入(百万元) | 596    | 720    | 900   | 1225  |
|           | YOY       | -2.2%  | 20.7%  | 25%   | 36.1% |
|           | 毛利率       | 19.2%  | 20.7%  | 21.9% | 22.8% |
|           | 营收占比      | 89.3%  | 88.2%  | 88.5% | 89.6% |
| 智能家电精密零组件 | 营业收入(百万元) | 426    | 480    | 520   | 650   |
|           | YOY       | -7.7%  | 12.8%  | 8.3%  | 25%   |
|           | 毛利率       | 19.5%  | 19.5%  | 19.8% | 20%   |
|           | 营收占比      | 63.7%  | 66.7%  | 57.8% | 53.1% |
| 智能座舱精密零组件 | 营业收入(百万元) | 25     | 75     | 150   | 250   |
|           | Yoy       | 198.1% | 205.2% | 100%  | 66.7% |
|           | 毛利率       | 29.4%  | 29.5%  | 30%   | 30%   |
|           | 营收占比      | 3.7%   | 9.2%   | 14.8% | 18.3% |
| 汽车轻量化内外饰件 | 营业收入(百万元) | 122    | 165    | 230   | 325   |
|           | YOY       | 65.7%  | 35.5%  | 39.4% | 41.3% |
|           | 毛利率       | 15.7%  | 20%    | 21.5% | 23%   |
|           | 营收占比      | 18.2%  | 20.2%  | 22.6% | 23.8% |
| 精密模具      | 营业收入(百万元) | 51     | 51     | 51    | 51    |
|           | YOY       | -8.2%  | 0%     | 0%    | 0%    |
|           | 毛利率       | 29.7%  | 30.3%  | 30.9% | 30.3% |
|           | 营收占比      | 7.7%   | 6.3%   | 5.1%  | 3.8%  |
| 金属零部件     | 营业收入(百万元) | 20     | 45     | 65    | 91    |
|           | YOY       | -33%   | 122.5% | 44.4% | 40%   |
|           | 毛利率       | 39.4%  | 40%    | 40%   | 40%   |
|           | 营收占比      | 3%     | 5.5%   | 6.4%  | 6.7%  |
| 公司整体      | 营业收入(万元)  | 668    | 816    | 1016  | 1367  |
|           | YOY       | -4%    | 22.2%  | 24.5% | 34.5% |
|           | 毛利率(%)    | 20.6%  | 22.3%  | 23.5% | 24.3% |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算



## 4.2 估值分析

可比公司选取：选肇民科技、骏创科技作为可比公司，主要原因有公司主营业务中智能家电业务营收占比较高，未来公司主要看点为汽车零部件业务的智能座舱零组件、汽车轻量化内外饰件。

1) 肇民科技主营业务为精密注塑件及配套精密注塑模具的研发、生产和销售，应用领域包含智能家电、汽车零部件（主要为传动、转向、热管理方面）等。截止 2022-12-31，精密注塑件营收占比约 92.1%，其中汽车部件营收占比约 70.5%，家庭电器营收占比约 20.75%。横河精密的注塑产品业务主要应用于智能家电和汽车零部件领域。因此，公司与肇民科技主营业务相似，主要均应用于智能家电和汽车零部件，具有可比性。

2) 骏创科技主营业务为汽车塑料零部件、汽车金属零部件以及配套模具，广泛应用于汽车行业。截止 2022-12-31，汽车塑料零部件营收占比约 86.9%，占比较高。因此，公司与骏创科技汽车塑料零部件业务具有可比性。

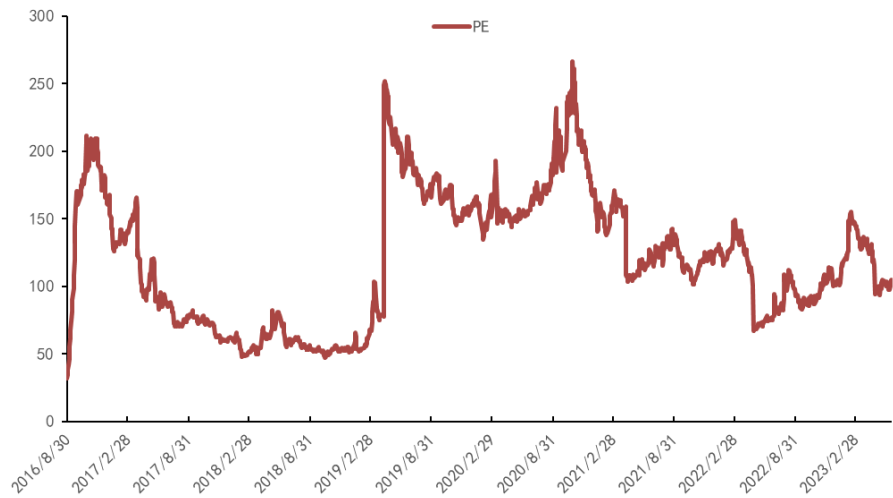
表6：可比公司估值对比

| 公司      | 市值<br>(亿元) | 归母净利润(亿元) |       |       |       | PE   |       |       |       | PEG  |       |       |       |
|---------|------------|-----------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|         |            | 2022      | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 肇民科技    | 33         | 0.94      | 1.29  | 1.68  | 2.21  | 27   | 25    | 19    | 15    | 0.81 | 0.82  | 0.62  | 0.47  |
| 骏创科技    | 12         | 0.61      | 0.94  | 1.31  | 1.83  | 15   | 13    | 9     | 7     | 0.32 | 0.33  | 0.23  | 0.17  |
| 可比公司平均值 |            |           |       |       | 21    | 19   | 14    | 11    | 0.56  | 0.57 | 0.43  | 0.32  |       |
| 横河精密    | 32         | 0.28      | 0.58  | 0.89  | 1.33  | 115  | 56    | 36    | 24    | 1.46 | 1.07  | 0.69  | 0.46  |

数据来源：Wind，浙商证券研究所（以上与收盘价相关的数据截至日期为 2023 年 6 月 19 日，横河精密数据为浙商机械团队预测，其余公司为 Wind 一致预期）

可比公司 2023-2025 年平均 PEG 为 0.57、0.43、0.32 倍，公司 PEG 略高于可比公司，由于公司智能座舱零组件、汽车轻量化内外饰件业务具有较高的成长性，我们认为可以给予公司估值溢价。截至目前，公司上市以来 PE 中枢约 119 倍，远高于公司目前估值。公司已与上汽、吉利、比亚迪、延锋安道拓、华为等知名企业有深入合作，未来公司将直接受益于现有客户自身产品放量。同时，公司将凭借其较强的竞争优势积极开拓新客户，未来公司汽车零部件业务成长确定性较高。

图23：公司上市以来 PE 中枢约 119 倍，远高于目前估值水平



资料来源：Wind，截止 2023-6-19，浙商证券研究所

### 4.3 投资建议

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 8.16、10.16、13.67 亿元，同比增长 22.2%、24.5%、34.5%；实现归母净利润 0.58、0.89、1.33 亿元，同比增长 106%、54.5%、49.7%。对应 EPS 为 0.26、0.4、0.6 元，现价对应 PE 56、36、24X。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

### 5.1 竞争格局恶化风险

新能源汽车轻量化内外饰件、智能座舱精密零组件两大领域的竞争格局尚未稳定，各个竞争对手均利用自身优势积极抢占市场份额，公司或将面临行业竞争加剧的风险，进而影响公司的盈利能力。

### 5.2 下游主机厂销量不及预期风险

公司目前主机厂客户主要为上汽乘用车、上汽大通、吉利汽车、比亚迪汽车、极氪汽车、零跑汽车等。若主机客户汽车销量不及预期，则会影响零部件的需求，进而影响公司业绩。

### 5.3 行业空间测算偏差风险

报告内涉及市场空间测算基于一定假设条件，存在不达预期的可能，或因数据样本的不足与行业实际情况存在偏差，最终导致测算结果不及预期，结论仅供参考。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 621  | 820   | 999   | 1284  |
| 现金             | 80   | 203   | 247   | 266   |
| 交易性金融资产        | 0    | 1     | 1     | 1     |
| 应收账款           | 290  | 333   | 412   | 562   |
| 其它应收款          | 4    | 4     | 5     | 7     |
| 预付账款           | 11   | 10    | 13    | 19    |
| 存货             | 215  | 248   | 301   | 408   |
| 其他             | 22   | 21    | 21    | 22    |
| <b>非流动资产</b>   | 515  | 454   | 419   | 382   |
| 金融资产类          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 固定资产           | 343  | 307   | 274   | 240   |
| 无形资产           | 60   | 49    | 42    | 36    |
| 在建工程           | 0    | 1     | 1     | 2     |
| 其他             | 111  | 96    | 101   | 103   |
| <b>资产总计</b>    | 1136 | 1274  | 1419  | 1666  |
| <b>流动负债</b>    | 485  | 563   | 618   | 731   |
| 短期借款           | 223  | 256   | 253   | 244   |
| 应付款项           | 217  | 255   | 307   | 416   |
| 预收账款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 45   | 52    | 58    | 70    |
| <b>非流动负债</b>   | 128  | 127   | 127   | 128   |
| 长期借款           | 75   | 75    | 75    | 75    |
| 其他             | 53   | 52    | 52    | 53    |
| <b>负债合计</b>    | 613  | 690   | 746   | 858   |
| 少数股东权益         | 1    | 1     | 2     | 3     |
| 归属母公司股东权益      | 522  | 583   | 672   | 805   |
| <b>负债和股东权益</b> | 1136 | 1274  | 1419  | 1666  |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 67   | 88    | 60    | 37    |
| 净利润            | 28   | 58    | 90    | 134   |
| 折旧摊销           | 58   | 32    | 33    | 33    |
| 财务费用           | 10   | 17    | 16    | 14    |
| 投资损失           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 营运资金变动         | (35) | 7     | (28)  | (42)  |
| 其它             | 5    | (27)  | (52)  | (104) |
| <b>投资活动现金流</b> | (54) | 20    | 1     | 5     |
| 资本支出           | 9    | 14    | 11    | 12    |
| 长期投资           | (1)  | 8     | (5)   | 1     |
| 其他             | (61) | (2)   | (5)   | (7)   |
| <b>筹资活动现金流</b> | (27) | 15    | (17)  | (23)  |
| 短期借款           | (57) | 33    | (3)   | (9)   |
| 长期借款           | 75   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (44) | (18)  | (14)  | (14)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (13) | 124   | 43    | 19    |

### 利润表

| (百万元)           | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 668  | 816   | 1016  | 1367  |
| 营业成本            | 530  | 634   | 777   | 1036  |
| 营业税金及附加         | 7    | 8     | 11    | 14    |
| 营业费用            | 8    | 10    | 13    | 17    |
| 管理费用            | 44   | 51    | 64    | 86    |
| 研发费用            | 34   | 31    | 40    | 53    |
| 财务费用            | 10   | 17    | 16    | 14    |
| 资产减值损失          | 8    | 1     | 1     | 5     |
| 公允价值变动损益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | (1)  | (1)   | (1)   | (1)   |
| 其他经营收益          | 4    | 4     | 4     | 4     |
| <b>营业利润</b>     | 28   | 66    | 98    | 144   |
| 营业外收支           | (0)  | (0)   | (0)   | (0)   |
| <b>利润总额</b>     | 28   | 66    | 98    | 144   |
| 所得税             | (0)  | 8     | 8     | 10    |
| <b>净利润</b>      | 28   | 58    | 90    | 134   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 1     | 1     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 28   | 58    | 89    | 133   |
| EBITDA          | 100  | 114   | 147   | 192   |
| EPS (最新摊薄)      | 0.13 | 0.26  | 0.40  | 0.60  |

### 主要财务比率

|                | 2022   | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |
| 营业收入           | -4.02% | 22.21%  | 24.50% | 34.53% |
| 营业利润           | 10.37% | 135.30% | 48.82% | 46.54% |
| 归属母公司净利润       | 26.74% | 105.96% | 54.52% | 49.74% |
| <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |
| 毛利率            | 20.61% | 22.33%  | 23.54% | 24.26% |
| 净利率            | 4.22%  | 7.10%   | 8.82%  | 9.81%  |
| ROE            | 5.42%  | 10.41%  | 14.15% | 17.99% |
| ROIC           | 5.17%  | 7.91%   | 10.38% | 13.15% |
| <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |
| 资产负债率          | 53.98% | 54.18%  | 52.54% | 51.53% |
| 净负债比率          | 49.51% | 48.41%  | 44.57% | 37.67% |
| 流动比率           | 1.28   | 1.46    | 1.62   | 1.76   |
| 速动比率           | 0.84   | 1.02    | 1.13   | 1.20   |
| <b>营运能力</b>    |        |         |        |        |
| 总资产周转率         | 0.60   | 0.68    | 0.75   | 0.89   |
| 应收账款周转率        | 2.63   | 2.84    | 2.97   | 3.03   |
| 应付账款周转率        | 3.16   | 3.35    | 3.52   | 3.62   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |
| 每股收益           | 0.13   | 0.26    | 0.40   | 0.60   |
| 每股经营现金         | 0.30   | 0.40    | 0.27   | 0.17   |
| 每股净资产          | 2.35   | 2.62    | 3.02   | 3.62   |
| <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |
| P/E            | 114.83 | 55.75   | 36.08  | 24.09  |
| P/B            | 6.15   | 5.51    | 4.78   | 3.99   |
| EV/EBITDA      | 24.54  | 29.32   | 22.50  | 17.03  |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>