

模塑科技 (000700.SZ) 深耕汽车外饰三十余载，轻装上阵拐点已至

2023年06月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

邓健全（分析师）

赵悦媛（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

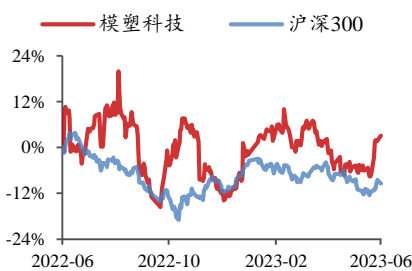
zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

证书编号：S0790522070005

日期	2023/6/20
当前股价(元)	5.42
一年最高最低(元)	6.52/4.41
总市值(亿元)	49.76
流通市值(亿元)	49.76
总股本(亿股)	9.18
流通股本(亿股)	9.18
近3个月换手率(%)	62.44

股价走势图



数据来源：聚源

● 深耕汽车外饰三十余载，轻装上阵拐点已至

模塑科技深耕保险杠等汽车外饰件超过30年，客户资源丰富，已进入到特斯拉、蔚小理、北京奔驰等众多优质客户供应体系。2017-2021年公司海外子公司拖累了公司整体业绩。2021年9月公司办理完成出售美国名华的所有交割手续，集中优势支持墨西哥名华，有效提高了生产效率。随着公司剥离美国名华以及海内外优质新项目的量产爬坡，公司整体盈利水平有望持续恢复，我们认为业绩拐点已至。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.9/7.0/8.0亿元，对应EPS分别为0.64/0.76/0.88元/股，对应当前股价PE分别为8.4/7.1/6.2倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 汽车外饰件市场规模稳定增长，2021年市场规模近900亿元

汽车饰件是集装饰和美容汽车作用且具有一定安全、功能性的零部件，主要分为汽车内饰件和汽车外饰件两类，其中汽车外饰件单车价值量大约在2200-3000元区间。2016-2021年中国外饰件市场规模年均复合增速约4.5%，2021年中国外饰件市场规模为873亿元。从竞争格局上看，就国内乘用车保险杠细分行业而言，行业内企业数量较多，其中模塑科技、延锋彼欧以及中国台湾东阳集团是主要的大型生产企业。

● 客户资源优质丰富，产能扩建稳步推进

2021年公司保险杠产品销量为389万套，同比+28.0%。据Marklines数据，公司保险杠相关产品已广泛配套于奔驰全系、特斯拉等知名品牌主力车型，2021年公司重要客户特斯拉销售收入为6.5亿元，同比+98.5%；小鹏贡献营业收入0.8亿元，同比+230.2%。产能方面，为满足客户的产能需求，公司决定在辽宁省沈阳市投资设立大东工厂，已于2023年4月14日正式投产启用，具备200万条/年（约50万车套）的汽车保险杠生产及交付能力，专为华晨宝马X5车型及未来项目建设，为公司成长提供有力保障。

● **风险提示：**新能源汽车销量不及预期、新项目开拓不及预期、新产能建设进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,390	7,664	8,996	10,422	11,760
YOY(%)	21.1	3.7	17.4	15.9	12.8
归母净利润(百万元)	-196	497	591	695.4	804
YOY(%)	-5468.9	353.7	18.9	17.7	15.5
毛利率(%)	17.3	17.6	18.1	18.9	18.9
净利率(%)	-2.7	6.5	6.6	6.7	6.8
ROE(%)	-8.5	16.8	16.8	16.8	16.5
EPS(摊薄/元)	-0.21	0.54	0.64	0.76	0.88
P/E(倍)	-25.4	10.0	8.4	7.1	6.2
P/B(倍)	2.2	1.7	1.4	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、公司概况：主营汽车外饰件，业绩有望迎来拐点.....	4
2、汽车外饰件市场规模稳定增长，2021 年市场规模近 900 亿.....	7
3、客户资源优质丰富，产能扩建稳步推进.....	9
3.1、新客户新定点持续突破，保险杠产销量稳健增长.....	9
3.2、产能利用率企稳回升，沈阳大东工厂正式投产有望贡献新增量.....	12
4、盈利预测与投资建议.....	14
4.1、关键假设.....	14
4.2、盈利预测与估值.....	15
5、风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

图表目录

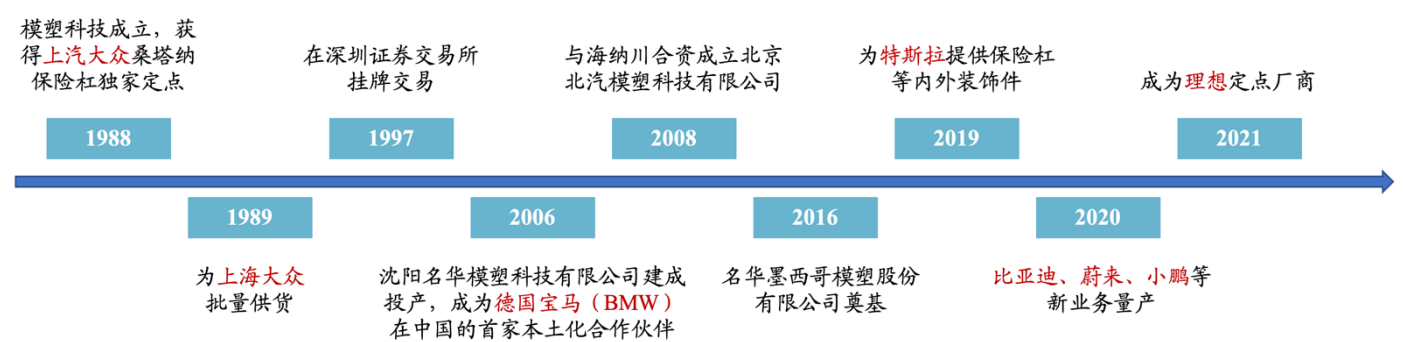
图 1：公司深耕保险杠等汽车外饰件超过 30 年.....	4
图 2：公司主营产品为保险杠等汽车外饰件.....	4
图 3：2022 年公司塑化汽车装饰件营收占比 83%.....	5
图 4：2022 年公司保险杠销量 430 万件，同比+11%.....	5
图 5：公司客户资源丰富.....	5
图 6：2016-2021 年公司国外市场营收快速增长.....	6
图 7：2022 年公司国外市场营收占比为 23%.....	6
图 8：2016-2022 年公司营收 CAGR 为 15.7%.....	6
图 9：2017-2021 年海外子公司拖累了公司整体业绩.....	6
图 10：2018-2022 年公司期间费用率持续优化.....	6
图 11：2022 年公司毛利率和净利率均有所回暖.....	6
图 12：汽车饰件主要分为内饰件和外饰件.....	7
图 13：2021 年我国汽车饰件行业市场规模为 1951 亿元.....	8
图 14：2021 年中国外饰件市场规模为 873 亿元.....	8
图 15：外饰件可分为铝合金、不锈钢和复合材料三大类.....	8
图 16：近四年公司保险杠产品产销量稳步增长（万套）.....	9
图 17：公司部分外饰产品销量稳中有升（万套）.....	9
图 18：子公司美国名华近五年持续亏损.....	12
图 19：子公司墨西哥名华 2022 年扭亏为盈.....	12
图 20：2021 年公司产能利用率显著回升.....	13
图 21：2023 年 4 月沈阳大东工厂正式投产.....	13
图 22：2023 年 4 月沈阳大东工厂正式投产.....	13
表 1：汽车外饰件单车价值量大约在 1100-1500 元.....	7
表 2：乘用车保险杠行业内，模塑科技、延锋彼欧以及中国台湾东阳集团客户资源丰富.....	9
表 3：公司目前已经进入到北京奔驰、特斯拉等知名品牌供应体系.....	10
表 4：新能源汽车业务中，特斯拉、小鹏销售收入增长迅速.....	11
表 5：新客户新定点持续突破.....	11
表 6：2020 年公司整体产能利用率为 62.8%.....	12

表 7: 公司营收拆分及预测 (亿元)	14
表 8: 可比公司估值	15

1、公司概况：主营汽车外饰件，业绩有望迎来拐点

公司深耕保险杠等汽车外饰件超过 30 年。1988 年，公司成立，获得上汽大众桑塔纳保险杠独家定点。1997 年，公司在深圳证券交易所挂牌交易。2006 年，沈阳名华模塑科技有限公司建成投产，成为德国宝马（BMW）在中国的首家本土化合作伙伴。2016 年，名华墨西哥模塑股份有限公司奠基。2019-2021 年，公司陆续进入特斯拉、比亚迪、蔚来、小鹏、理想等新能源客户供应体系。

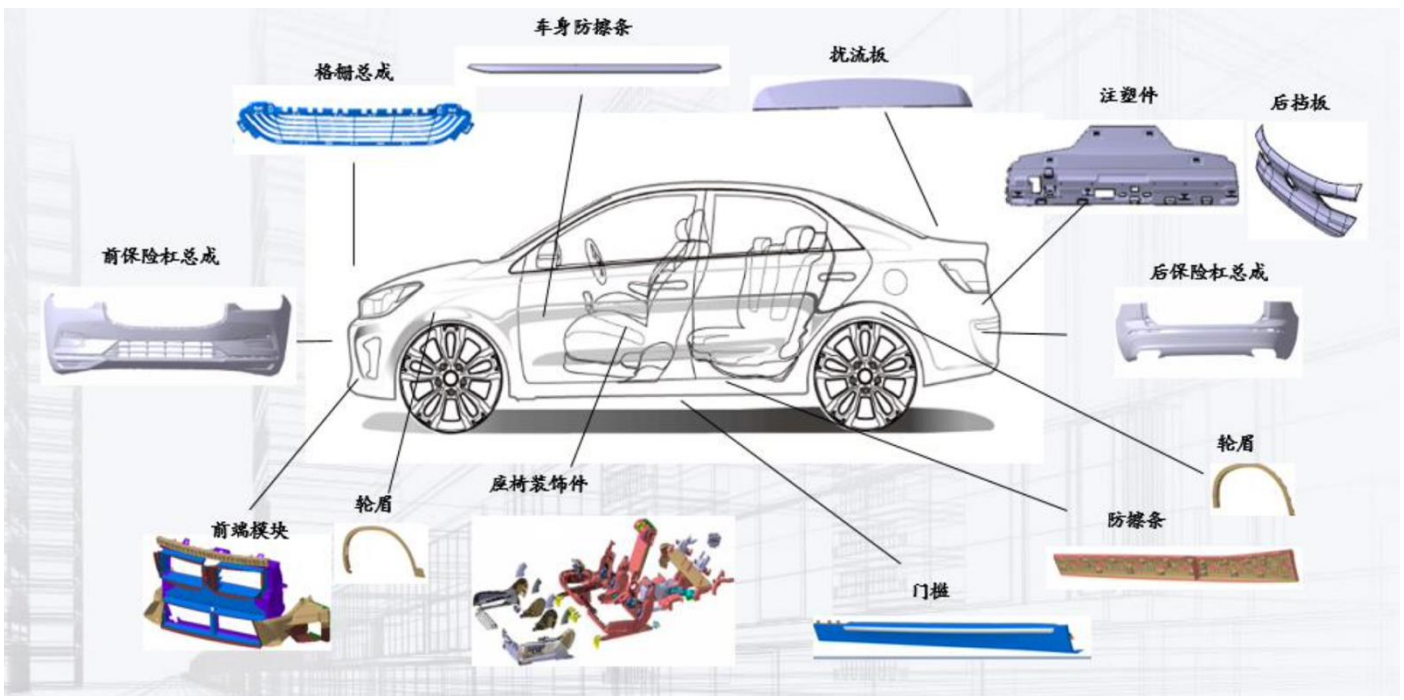
图1：公司深耕保险杠等汽车外饰件超过 30 年



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

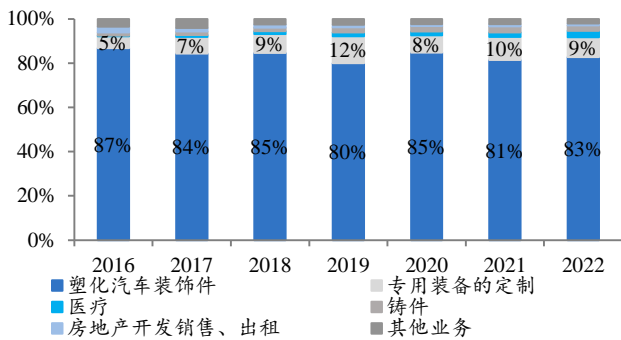
公司主营产品为保险杠等汽车外饰件。2022 年公司塑化汽车装饰件/专用装备的定制/铸件业务营收占比分别为 83%/9%/3%。2022 年公司核心保险杠产品销量为 430 万套，同比+11%。

图2：公司主营产品为保险杠等汽车外饰件



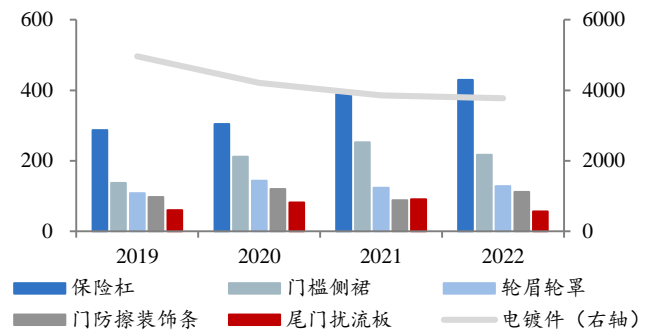
资料来源：公司公告

图3: 2022 年公司塑化汽车装饰件营收占比 83%



数据来源: Wind、开源证券研究所

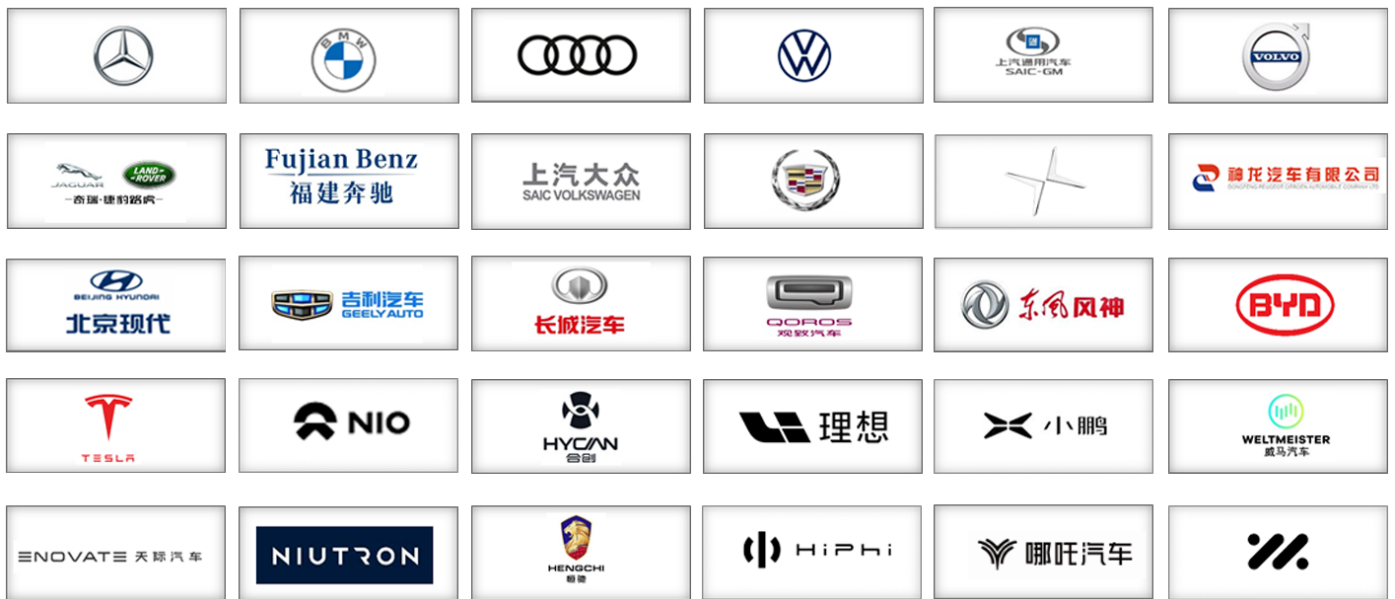
图4: 2022 年公司保险杠销量 430 万件, 同比+11%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司客户资源丰富, 已进入到特斯拉、蔚小理、北京奔驰等众多优质客户供应体系。据公司年报披露, 公司凭借世界一流的生产设备, 健全的技术创新运行机制, 已成为华晨宝马、北京奔驰、特斯拉、上汽通用、上汽大众、奇瑞捷豹路虎、沃尔沃、北京现代、神龙汽车、广汽蔚来、理想汽车、小鹏汽车、威马汽车等众多知名品牌公司的定点厂商。

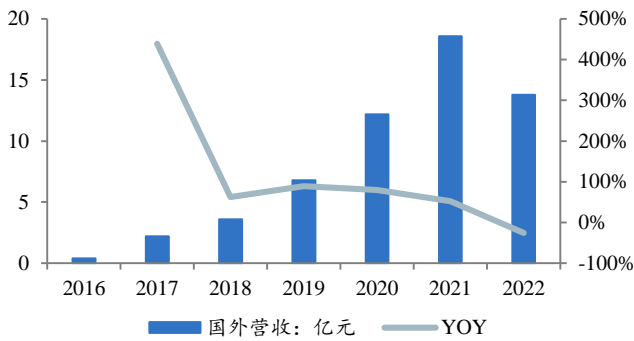
图5: 公司客户资源丰富



资料来源: 公司官网

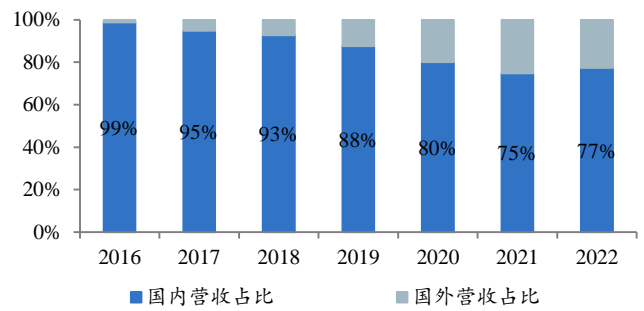
公司积极开拓海外市场。2016-2021 年公司国外业务营收由 0.41 亿元增长至 18.59 亿元, CAGR 为 114%。公司国外市场营收占比持续提升, 由 2016 年的 1% 增长至 2021 年的 25%。2022 年公司海外营收出现下降, 主要是公司剥离子公司美国名华所致。

图6：2016-2021 年公司国外市场营收快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022 年公司国外市场营收占比为 23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司营收呈稳健增长态势，2017-2021 年海外子公司拖累了公司整体业绩，2022 年墨西哥名华扭亏。2016-2021 年公司营收由 32 亿元增长至 77 亿元，CAGR 为 15.7%。2017-2021 年公司海外子公司美国名华和墨西哥名华净利润为负，拖累了公司整体业绩。2021 年 9 月公司办理完成出售美国名华的所有交割手续，集中优势支持墨西哥名华，有效提高了生产效率。2022 年墨西哥名华净利润为 0.8 亿元，实现扭亏。

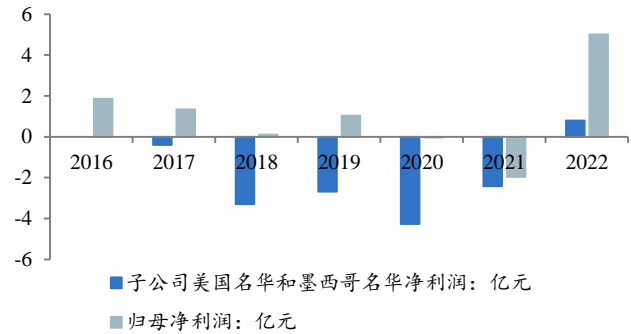
2018-2022 年公司期间费用率持续优化，2022 年公司毛利率和净利率均有所回暖。2018-2022 年公司期间费用率分别为 24%/19%/18%/16%/14%，其中管理费用率分别为 14.6%/9.8%/10.1%/8.5%/7.1%，降本增效成效渐显。

图8：2016-2022 年公司营收 CAGR 为 15.7%



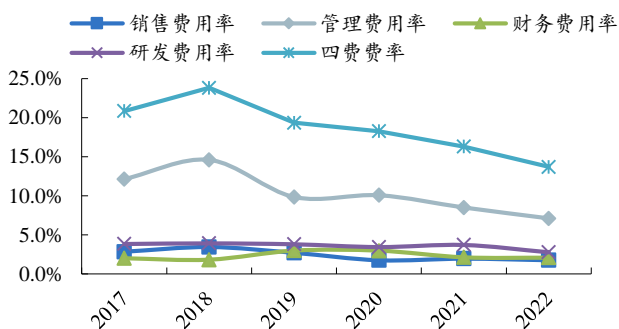
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2017-2021 年海外子公司拖累了公司整体业绩



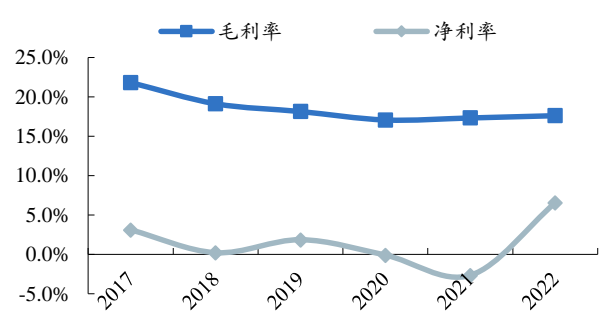
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2018-2022 公司期间费用率持续优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2022 年公司毛利率和净利率均有所回暖

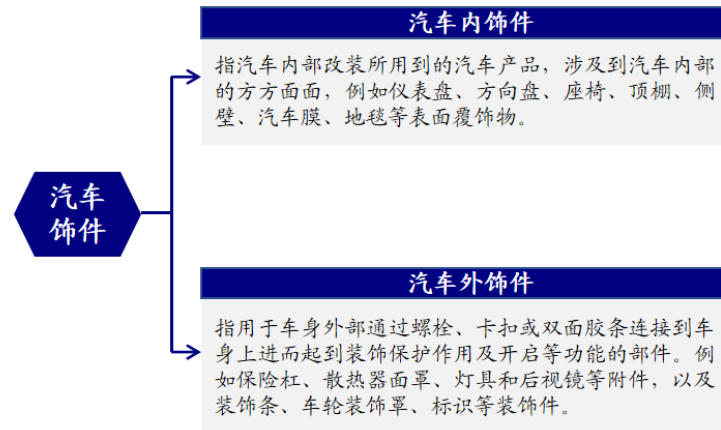


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、汽车外饰件市场规模稳定增长，2021年市场规模近900亿

汽车饰件是集装饰和美容汽车作用且具有一定安全、功能性的零部件，主要分为汽车内饰件和汽车外饰件两类。其中，汽车外饰件作为车身系统中的重要零部件组件，种类繁多，主要包含位于车身外部的覆盖件、装饰条及结构件产品，如保险杠、散热器面罩、灯具和后视镜等附件，以及装饰条、车轮装饰罩、标识等装饰件。

图12：汽车饰件主要分为内饰件和外饰件



资料来源：华经情报网、开源证券研究所

外饰件单车价值量大约在 1100-1500 元区间。据前瞻研究院数据显示，以一辆 15 万元价格的汽车为例，计算常见内外饰件的价格及价值量，汽车内饰件（不含座椅）价值量大约在 3500-4600 元区间，外饰件（不含车灯）价值量大约在 1100-1500 元区间。

表1：汽车外饰件单车价值量大约在 1100-1500 元

外饰件种类	估算单价（元）	单车配套件数	单车配套价值量（元）
保险杠	250-300	2	500-600
侧裙板	50-80	2	100-160
行李架	100-120	1	100-120
车把手	20-30	4	80-120
出风格栅	60-100	1	60-100
车窗亮条	15-25	4	60-100
密封条	10-15	6	60-90
后视镜	30-45	2	60-90
挡泥板	15-20	4	60-80
车标	10-20	2	20-40
合计			1100-1500

数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

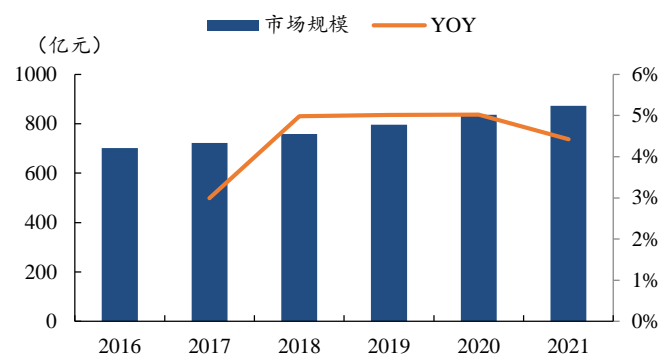
2016-2021 年中国外饰件市场规模年均复合增速约 4.5%，2021 年中国外饰件市场规模为 873 亿元。据华经产业研究院数据显示，2021 年我国汽车饰件行业市场规模为 1951 亿元，同比增长 5.6%。其中外饰件市场规模约占汽车饰件的 44.7%。据中

商产业研究院数据，中国汽车外饰件市场规模从2016年的701亿元增长至2021年的873亿元，年均复合增速4.5%。

图13：2021年我国汽车饰件行业市场规模为1951亿元



图14：2021年中国外饰件市场规模为873亿元



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

以材质分类，外饰件可分为铝合金外饰件、不锈钢外饰件和复合材料外饰件三大类。材料决定了最终产品屈服强度、细腻度等特性。通常而言，铝合金外饰件系统多应用于豪华及中高端车型，不锈钢外饰件系统多应用于中端车型，而复合材料外饰件系统多应用于入门级车型。

图15：外饰件可分为铝合金、不锈钢和复合材料三大类

材料分类	材料特点	对应汽车外饰产品
铝合金	重量好、弹性好、耐腐蚀、耐磨、易表面着色、易加工成型、无污染易于回收，但制造工艺难度大、制造成本高	铝装饰条 
		行李架 
		侧围防擦条 
		B柱 
不锈钢	成本低、加工简单，但不利于回收	装饰条 
		车门外直条 
复合材料	汽车常用塑料有ABS、PP、PA、POM、PC、PVC以及PBT等。重量轻、有较强的屈服强度、耐低温及耐酸碱性能	前后保险杠 
		格栅 
		密封条 
		低端装饰条 
		标牌 

资料来源：智研咨询、开源证券研究所

从竞争格局上看，就国内乘用车保险杠细分行业而言，行业内企业数量较多，其中模塑科技、延锋彼欧以及中国台湾东阳集团是主要的大型生产企业，客户资源相对丰富。

表2：乘用车保险杠行业内，模塑科技、延锋彼欧以及中国台湾东阳集团客户资源丰富

公司名称	成立时间	主要产品	主要客户
延锋彼欧	2007年7月	保险杠、保险杠总成模块、防擦条、门槛、翼子板及其他汽车外饰零部件	上汽大众、上汽通用、上海汽车、一汽大众、宝马、马自达、沃尔沃、福特等
中国台湾东阳集团	1952年	汽车塑板、钣金、冷却部品（水箱、冷凝器、车用风扇）零部件、模具、涂料等	长安汽车、长安铃木、一汽大众、广汽集团、长安福特、东风日产等
长春一汽富维汽车零部件股份有限公司	1993年	汽车内饰、汽车外饰、车身电子、车轮	一汽集团公司下属子公司
江南模塑科技股份有限公司	1988年	汽车保险杠、汽车塑料件	特斯拉、理想、宝马、奔驰等

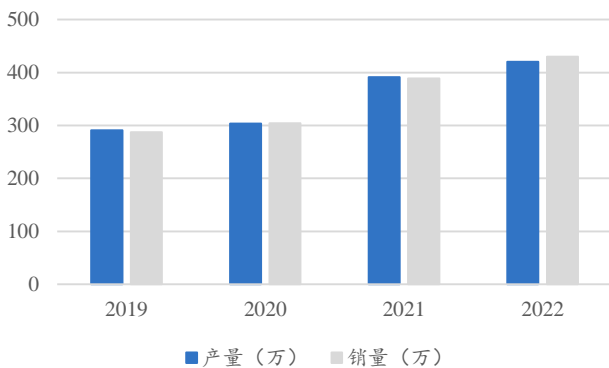
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、客户资源优质丰富，产能扩建稳步推进

3.1、新客户新定点持续突破，保险杠产销量稳健增长

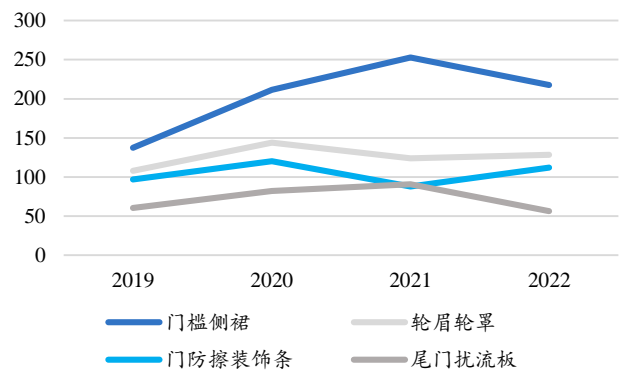
2021年公司保险杠产品销量为389万套，同比+28.0%。模塑科技主要从事汽车保险杠等零部件、塑料制品、模具、模塑高科技产品的开发、生产和销售。此外，公司门槛侧裙、尾门扰流板等其他外饰件产品近三年销量实现稳步增长。

图16：近四年公司保险杠产品产销量稳步增长（万套）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：公司部分外饰产品销量稳中有升（万套）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

据 Marklines 数据，公司保险杠相关产品已广泛配套于奔驰全系、特斯拉等知名品牌主力车型。据 Marklines 披露，公司保险杠产品于 2019 年开始实现了对特斯拉部分车型的配套，北京奔驰几乎全系车型前后保险杠产品模塑科技基本均参与配套。

表3: 公司目前已经进入到北京奔驰、特斯拉等知名品牌供应体系

配套产品	整车厂	车型	车型年份
主动进气格栅	高合汽车	高合 HiPhi Z (4WD) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 A 180 L (FF) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 A 200 (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 C 200 L (FR) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 C 260 (FR) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 E 260 L (FR) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 E 300 (FR) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 E 350 e L (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQA (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQB (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQB 350 4MATIC (4WD) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQC 350 4MATIC (4WD) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQC 400 4MATIC (4WD) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQE (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLA 180 (FF) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLA 200 (FF) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLA 220 4MATIC (4WD) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLB 200 (FF) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLB 220 (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLC 260 L 4MATIC (4WD) (China)	2023
前保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLC 300 L 4MATIC (4WD) (China)	2023
前保险杠	特斯拉	Model Y (USA)	2023
前保险杠	高合汽车	高合 HiPhi Z (4WD) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 A 180 L (FF) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 A 200 (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 C 200 L (FR) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 C 260 (FR) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 E 260 L (FR) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 E 300 (FR) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 E 350 e L (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQA (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQB (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQB 350 4MATIC (4WD) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQC 350 4MATIC (4WD) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQC 400 4MATIC (4WD) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQE (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLA 180 (FF) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLA 200 (FF) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLB 200 (FF) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLB 220 (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLC 260 L 4MATIC (4WD) (China)	2023
后保险杠	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 GLC 300 L 4MATIC (4WD) (China)	2023

后保险杠	特斯拉	Model Y (USA)	2023
后保险杠	高合汽车	高合 HiPhi Z (4WD) (China)	2023
门槛条	特斯拉	Model Y (USA)	2023
保险杠	特斯拉中国	特斯拉 Model 3 (RR) (China)	2020
保险杠	特斯拉中国	特斯拉 Model 3 (RR) (China)	2019

资料来源：Marklines、开源证券研究所

2019 年公司收到 Tesla 的定点意向函，年订单销售额预计为 3 亿人民币。2019 年 6 月 11 日公司收到 Tesla 的定点意向函，正式确定模塑科技全资子公司墨西哥名华为 Tesla Model Y 前后保险杠总成和门槛的供应商，墨西哥名华以圣路易斯波多西工厂作为配套特斯拉生产中心。项目产量规划为 3500 套/周，年总产量约 18 万套，年订单销售额预计为 3 亿人民币。

新能源汽车业务中，特斯拉、小鹏销售收入增长迅速。2021 年公司重要客户特斯拉销售收入为 6.5 亿元，同比+98.5%；同年小鹏贡献营业收入 0.8 亿元，同比+230.2%。

表4：新能源汽车业务中，特斯拉、小鹏销售收入增长迅速

	客户	产量 (套)	销量 (套)	销售收入 (万元)	单车平均配套价值量 (元)
2020	特斯拉	108663	87435	32633.0	3732.3
	广汽蔚来	1848	1023	142.5	1393.1
	小鹏汽车	25386	16150	2354.1	1457.7
2021	特斯拉	196305	195122	64784.7	3320.2
	小鹏汽车	189161	120784	7774.2	643.6
	东风	109115	71410	3866.7	541.5
	武汉通用	5142	3673	45.5	123.9
	天际汽车	722	356	18.3	513.8
	蔚来	740	292	24.3	831.8
	恒大	965	435	32.3	742.3

数据来源：公司年报、开源证券研究所

新客户新定点持续突破。2019 年起，模塑科技及其子公司获众多优质客户项目定点，如华晨宝马、特斯拉等客户外饰件项目定点。

表5：新客户新定点持续突破

子公司	2019	2020	2021	2022
北汽模塑		开拓北汽蓝谷新能源 Arcfox 平台华为阿尔法 S 项目		在 MMA、V520&V540 项目定点上获定点
沈阳道达/沈阳名华	承接了 X5 项目等多个宝马新业务	工艺的的项目；承接了宝马 G6X 项目，全新 5 系发光格栅项目	获得宝马客户项目订单，预计销售额超过 46 亿人民币	新获 5 个项目定点；顺利通过宝马 G18 项目、宝马 G288BEV 项目、宝马 G2XLIC 项目的 PZS 审核，并分别于 4 月、5 月、9 月顺利量产
上海名辰		通过技术创新，使扰流板生产全年平均合格率提升到 95%以上	突破了华人运通高合 HA1 项目，承接了长城诺博业务	开发多个主机厂、64 个新项目，包括高合汽车 VC1 项目、上海洛轲 R11 车型

的保险杠、轮眉、防擦条业务、上汽通用 558 项目等

墨西哥名华

顺利承接了北美 TESLA 业务

通过对美国名华的处置，公司集中优势支持墨西哥名产，宝马 G20LCI、G87 项目量，同年墨西哥名华大幅度扭亏为盈；公司实现扭亏为盈

资料来源：公司年报、开源证券研究所

3.2、产能利用率企稳回升，沈阳大东工厂正式投产有望贡献新增量

公司目前已在北京、上海、沈阳、武汉、烟台、墨西哥设有生产基地，在北京、上海及江阴设有研发中心。上海名辰及沈阳名华为公司最大的两个生产基地，2020 年产能均为 100 万套/年，且产能利用率较高；其中，沈阳生产基地完成了油漆线 4 杠转 6 杠的设备改造及项目生产调试工作，产能由 80 万套/年提升至 100 万套/年。

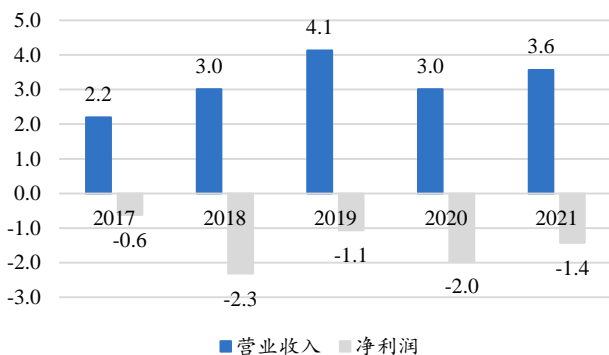
表6：2020 年公司整体产能利用率为 62.8%

生产基地	主要产品	产能（万套/年）	产能利用率	主要客户
上海名辰	保险杠蒙皮总成	100	72.68%	上海通用、上海大众、福州奔驰
沈阳名华	保险杠蒙皮总成	100	69.37%	华晨宝马、吉利、北京北汽
武汉名杰	保险杠蒙皮总成	40	22.15%	东风乘用车、武汉神龙、吉利
烟台名岳	保险杠蒙皮总成	40	27.05%	上海通用
美国名华	保险杠蒙皮总成	17.75	6.42%	美国 BMW、Magna、Rivian
墨西哥名华	保险杠蒙皮总成	65	30.21%	墨西哥 BMW、美国 Tesla
合计	--	362.75	62.82%	--

资料来源：公司可转换公司债券跟踪评级报告、开源证券研究所

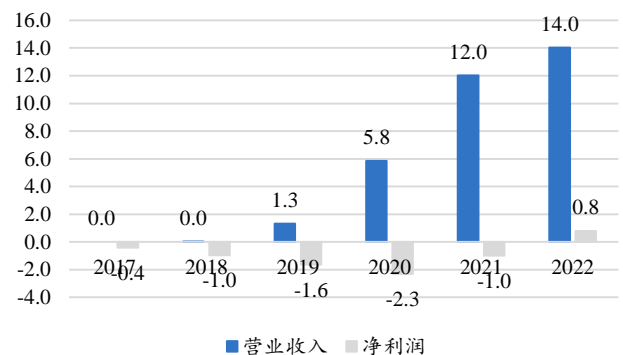
轻装上阵，2022 年公司完成对美国名华的处置。2021 年 9 月，公司发布公告称，为提高经营质量，减少海外公司对整体业绩的拖累，公司已与美国企业 PlasmanUSHoldcoLLC（以下简称“PlasmanUS”）签订了《股权转让协议书》，拟将美国名华全部股权转让给 PlasmanUS，交易对价为 1 美元，并于 2021 年 9 月 30 日完成全部股权的受让与交割。通过对美国名华的处置，公司集中优势支持墨西哥名华，有效提高了生产效率，2021 年墨西哥名华实现了大幅减亏，2022 年扭亏为盈。

图18：子公司美国名华近五年持续亏损



数据来源：公司年报、开源证券研究所

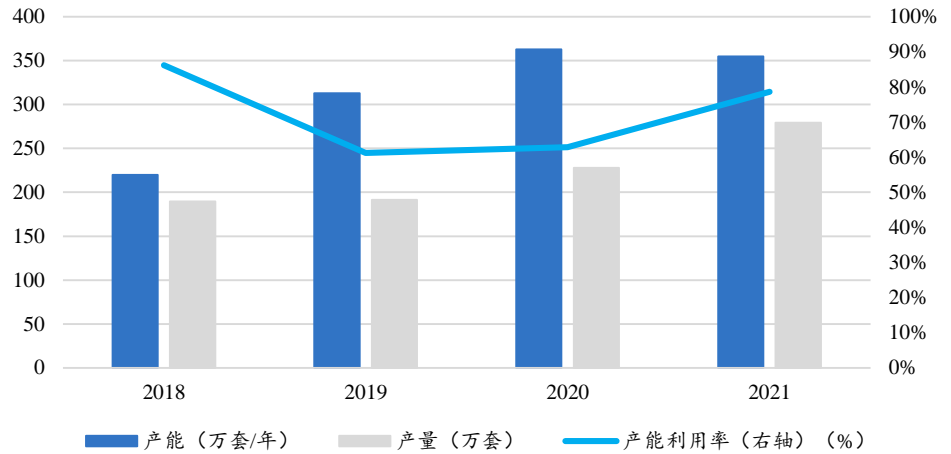
图19：子公司墨西哥名华 2022 年扭亏为盈



数据来源：公司年报、开源证券研究所

截至 2021 年末，公司主要塑件产品换算成保险杠的产能为 355 万套，受益于优质项目的量产与爬坡，带动 2021 年全年产能利用率提升至 78.66%，较 2020 年提升约 16pcts。

图20：2021 年公司产能利用率显著回升



数据来源：公司可转换公司债券跟踪评级报告、开源证券研究所

*除电镀件外，其他产品按一定比例换算为保险杠产能；每套保险杠包含两件。

2021 年，凭借沈阳名华的综合实力成功获得宝马客户重大项目订单，公司将继续成为其汽车保险杠总成产品的批量供应商，新项目生命周期（2023 年 9 月-2027 年底）预计销售额超过 46 亿人民币，为沈阳名华及大东工厂的下一步的发展提供了有力的保证。

沈阳大东工厂正式投产，配套华晨宝马项目。为满足客户的产能需求，公司决定在辽宁省沈阳市投资设立辽宁名华模塑科技有限公司（大东工厂）。大东工厂是由公司投资 5 亿人民币，历时 3 年建成，于 2023 年 4 月 14 日正式投产启用，具备 200 万条/年（约 50 万车套）的汽车保险杠及外饰系统的全流程生产及交付能力。大东工厂专为华晨宝马 X5 车型及未来项目建设，为华晨宝马大东工厂供货。

图21：2023 年 4 月沈阳大东工厂正式投产



资料来源：模塑科技微信公众号

图22：2023 年 4 月沈阳大东工厂正式投产



资料来源：模塑科技微信公众号

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

塑化汽车装饰件：汽车外饰件业务为公司主营业务，公司保险杠相关产品已广泛配套于奔驰全系、特斯拉等知名品牌主力车型，新能源业务持续发力，新客户新定点持续突破。随着沈阳大东工厂正式投产，华晨宝马项目也将助力公司业绩稳定增长。我们预计 2023-2025 年公司塑化汽车装饰件业务营收分别为 75.8、88.5、100.7 亿元，增速分别为 19.6%、16.7%、13.8%，毛利率分别为 18.1%、18.9%、19.0%。

专用装备定制：我们预计 2023-2025 年公司专用装备定制业务营收分别为 6.8、7.1、6.9 亿元，增速分别为-1.7%、5.0%、-2.6%，毛利率稳定在 20%。

医疗服务：明慈医院 2022 年通过流程优化、降本节支等内部挖潜措施，年度亏损同比有所下降。公司未来将进一步整合国内外心血管领域优质医疗资源，促进资源流动共享，推动学科体系化建设，全面提升医院专业技术水平。我们预计 2023-2025 年公司医疗服务营收分别为 2.9、3.6、4.5 亿元，增速分别为 30.0%、25.0%、25.0%，毛利率稳定在 20%。

其他：我们预计 2023-2025 年公司资产出租业务营收分别为 0.67、0.71、0.68 亿元，增速分别为 1.0%、5.4%、-3.7%，毛利率稳定在 20%；我们预计 2023-2025 年公司机床铸件业务营收分别为 2.2、2.7、3.2 亿元，增速分别为 20%、20%、20%，毛利率稳定在 20%；我们预计 2023-2025 年公司材料及其他商品业务营收分别为 1.6、1.7、1.6 亿元，增速分别为-2.5%、4.5%、-2.1%，毛利率稳定在 20%。

表7：公司营收拆分及预测（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
塑化汽车装饰件	60.2	63.4	75.8	88.5	100.7
增长率	15.9%	5.4%	19.6%	16.7%	13.8%
毛利率	18.2%	17.9%	18.1%	18.9%	19.0%
专用装备定制	7.7	6.9	6.8	7.1	6.9
增长率	60.6%	-10.2%	-1.7%	5.0%	-2.6%
毛利率			20.0%	20.0%	20.0%
医疗服务收入	1.5	2.2	2.9	3.6	4.5
增长率	36.6%	45.9%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率			20.0%	20.0%	20.0%
资产出租	0.79	0.67	0.67	0.71	0.68
增长率	39.4%	-15.4%	1.0%	5.4%	-3.7%
毛利率	20%	20%	20%	20%	20%
机床铸件	2.0	1.9	2.2	2.7	3.2
增长率	32.8%	-8.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	20%	20%	20%	20%	20%
材料及其他商品	1.8	1.6	1.6	1.7	1.6
增长率	28.4%	-7.6%	-2.5%	4.5%	-2.1%
毛利率	20%	20%	20%	20%	20%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

综上，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.9/7.0/8.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.76/0.88 元/股，对应当前股价 PE 分别为 8.4/7.1/6.2 倍，我们选取 A 股主营汽车内外饰业务的常熟汽饰、宁波华翔、新泉股份作为可比公司，行业内 3 家可比公司 2023-2025 年 PE 均值为 16.2/12.5/10.0 倍。公司未来 3 年估值水平低于可比公司均值，我们认为公司新能源业务持续发力，新客户新定点持续突破，产能扩张稳步推进，业绩有望稳定增长，首次覆盖给予“增持”评级。

表8：可比公司估值

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG (2025E)
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603035.SH	常熟汽饰	买入	73.6	19.38	11.47	9.69	8.32	1.69	2.00	2.33	0.50
002048.SZ	宁波华翔	未评级	105.6	12.97	8.82	7.50	6.36	1.47	1.73	2.04	0.35
603179.SH	新泉股份	买入	211.3	43.36	28.34	20.36	15.43	1.53	2.13	2.81	0.48
平均值					16.2	12.5	10.0				
000700.SZ	模塑科技	增持	49.8	5.42	8.42	7.15	6.19	0.64	0.76	0.88	0.40

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2023/06/20，常熟汽饰、新泉股份、模塑科技盈利预测数据均来自开源证券研究所，宁波华翔盈利预测数据来自于 Wind 一致预期）

5、风险提示

新能源汽车销量不及预期、新项目开拓不及预期、新产能建设进展不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4440	5287	6119	6917	7702
现金	1038	1599	1877	2175	2454
应收票据及应收账款	1563	1842	2155	2475	2750
其他应收款	29	14	36	22	44
预付账款	153	146	205	202	258
存货	939	1125	1283	1481	1635
其他流动资产	717	562	562	562	562
非流动资产	3877	4036	4581	5058	5396
长期投资	462	505	728	946	1164
固定资产	2341	2464	2770	3030	3160
无形资产	172	166	156	147	129
其他非流动资产	902	901	926	936	943
资产总计	8317	9324	10699	11975	13098
流动负债	5308	5867	6637	7309	7742
短期借款	2626	2602	3224	3617	3508
应付票据及应付账款	2156	2473	2928	3271	3717
其他流动负债	526	791	485	420	516
非流动负债	703	474	477	450	391
长期借款	452	257	260	234	174
其他非流动负债	251	217	217	217	217
负债合计	6011	6340	7114	7759	8133
少数股东权益	8	12	24	39	55
股本	917	917	917	917	917
资本公积	643	643	643	643	643
留存收益	819	1316	1919	2628	3448
归属母公司股东权益	2298	2971	3561	4177	4911
负债和股东权益	8317	9324	10699	11975	13098

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	420	1020	830	818	1231
净利润	-196	502	603	710	820
折旧摊销	361	346	309	375	434
财务费用	157	160	160	186	189
投资损失	201	-248	-200	-195	-195
营运资金变动	-153	192	29	-200	71
其他经营现金流	50	70	-72	-58	-88
投资活动现金流	8	39	-618	-631	-529
资本支出	356	441	631	635	554
长期投资	118	277	-223	-218	-218
其他投资现金流	246	203	236	222	243
筹资活动现金流	-490	-568	-556	-283	-314
短期借款	55	-24	622	393	-109
长期借款	1	-195	3	-26	-59
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-547	-349	-1180	-650	-146
现金净增加额	-99	520	-344	-96	388

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7390	7664	8996	10422	11760
营业成本	6109	6313	7367	8456	9532
营业税金及附加	51	46	54	63	71
营业费用	145	135	157	182	206
管理费用	628	544	630	719	811
研发费用	275	214	252	292	329
财务费用	157	160	160	186	189
资产减值损失	-55	-33	-36	-31	-35
其他收益	34	25	30	32	30
公允价值变动收益	91	75	44	38	62
投资净收益	-201	248	200	195	195
资产处置收益	-38	3	-9	-11	-14
营业利润	-157	540	714	841	970
营业外收入	11	0	4	4	5
营业外支出	20	2	9	11	10
利润总额	-166	538	709	835	965
所得税	31	36	106	125	145
净利润	-196	502	603	710	820
少数股东损益	-1	5	12	14	16
归属母公司净利润	-196	497	591	695	804
EBITDA	353	1011	1152	1365	1552
EPS(元)	-0.21	0.54	0.64	0.76	0.88

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	21.1	3.7	17.4	15.9	12.8
营业利润(%)	-987.1	444.7	32.2	17.8	15.3
归属于母公司净利润(%)	-5468.9	353.7	18.9	17.7	15.5
获利能力					
毛利率(%)	17.3	17.6	18.1	18.9	18.9
净利率(%)	-2.7	6.5	6.6	6.7	6.8
ROE(%)	-8.5	16.8	16.8	16.8	16.5
ROIC(%)	-0.2	9.7	10.0	10.3	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	72.3	68.0	66.5	64.8	62.1
净负债比率(%)	101.8	60.2	48.6	43.2	27.8
流动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	5.0	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.21	0.54	0.64	0.76	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	1.11	0.90	0.89	1.34
每股净资产(最新摊薄)	2.48	3.22	3.86	4.53	5.33
估值比率					
P/E	-25.4	10.0	8.4	7.1	6.2
P/B	2.2	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	19.2	6.3	5.5	4.7	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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