

T客户核心供应商，以塑代钢乘风汽车轻量化

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 伴随着汽车行业复苏和新能源车产销快速增长，汽车零部件市场2021年营收规模达4.1万亿元。目前我国汽车零部件产值与整车制造产值的比例约为1:1，较成熟汽车市场的1.7:1仍有较大提升空间。2) 汽车轻量化为大势所趋，公司不断深化“以塑代钢”技术，相关的双色成型技术与金属嵌件埋入成型技术具备先进性，高筑技术壁垒；3) 公司产品广泛应用于T公司全系在产车型，随着T公司产量和交付量持续攀升，凭借汽车零配件行业供应商资质壁垒高、客户粘性强特点，公司未来营收增长有望迈入快车道。
- T公司为公司第一大客户，公司未来销售增长有望快速释放。**2022年公司60%的主营业务收入与T公司有关。T公司在2023年第二季度全球生产了近48万辆电动车，交付了超过46.6万辆电动车，产量和交付量同比增速分别高达83.0%和85.5%。未来公司与T公司继续保持紧密的合作关系，将有利于公司的销售趋势在未来保持可持续性。
- 公司核心技术壁垒高筑，实现零部件的以塑代钢，产品性能具有领先优势。**公司共拥有7个与以塑代钢的应用技术的对应的专利。相关核心技术主要应用于公司的悬架轴承部件系列和新能源汽车功能部件系列。公司核心技术对应产品在市场与同类产品对比具有先进性。
- 募投扩产解决产能瓶颈，推动业绩高速增长。**根据募投项目规划，达产后，预计新增汽车天窗控制面板系列、汽车悬架轴承系列、新能源汽车功能结构系列生产能力400万件、550万件和1950万件，助力业绩高速增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.9/1.3/1.7亿元，CAGR为41.5%，对应PE为19/14/10倍。考虑到2024年可比公司平均估值为34倍，在我国新能源汽车市场快速增长的背景下，公司借势汽车轻量化趋势，公司“以塑代钢”高筑壁垒，与T公司紧密合作，叠加募投项目扩产，业绩有望高速增长。同时考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司2024年17倍PE，对应目标价为22.27元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济及下游市场波动风险、行业竞争加剧风险、主要客户集中风险、与T公司及其一级供应商合作被其他供应商替代风险、原材料价格上涨未能及时传导风险、出口业务风险、汇率变动风险、募投项目产能消化风险。

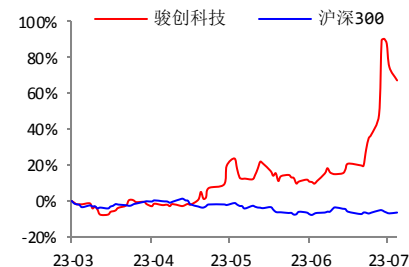
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	585.56	784.56	1017.70	1276.03
增长率	69.53%	33.98%	29.72%	25.38%
归属母公司净利润(百万元)	60.77	93.26	129.85	172.12
增长率	116.56%	53.46%	39.23%	32.55%
每股收益EPS(元)	0.61	0.94	1.31	1.73
净资产收益率ROE	23.17%	28.77%	31.63%	32.92%
PE	30	19	14	10
PB	6.81	5.53	4.38	3.44

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: iFind

基础数据

总股本(万股)	9936
流通A股(万股)	3358
总市值(亿元)	18.02
总资产(亿元)	5.30
每股净资产(元)	5.18

相关研究

目 录

1 先进汽车科技引领者，将“中国制造”带到世界舞台	1
1.1 汽车零部件制造业深耕十余载，广受全球领先汽车制造商认可	1
1.2 股权结构高度集中，董事长为控股股东	3
1.3 营收扩张兼顾整体费用率降低，归母净利润快速提升	4
2 新能源车行业蓬勃发展，拉动汽车零部件行业高速增长	7
2.1 政策法规助力，支持汽车零部件行业发展	7
2.2 新能源汽车前景广阔，打开汽车零部件需求增长空间	8
2.3 汽车零部件种类丰富，整体竞争格局较为分散	9
3 产品矩阵丰富性能优越，募投扩产助力业绩高增	11
3.1 高度绑定 T 公司，未来营收增长确定性强	11
3.2 顺应“以塑代钢”发展趋势，构筑核心技术壁垒	14
3.3 在手订单充裕，募投项目持续加码产能提升	16
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 相对估值	20
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截止 2023 年 7 月 10 日)	4
图 3: 公司营业总收入及增速	5
图 4: 公司归母净利润及增速	5
图 5: 公司主营业务收入按产品构成情况	5
图 6: 公司主营业务收入按地区构成情况	5
图 7: 公司毛利率及净利率	6
图 8: 公司分产品毛利率情况	6
图 9: 公司销售费用同行对比	6
图 10: 公司财务费用率同行对比	6
图 11: 公司整体期间费用率同行对比	7
图 12: 公司管理费用率同行对比	7
图 13: 我国汽车乘用车产量 (万辆)	8
图 14: 我国汽车零部件制造业营收规模及增速	8
图 15: 我国新能源汽车产量 (万辆)	9
图 16: 我国新能源汽车销量 (万辆)	9
图 17: 2015-2022 年我国汽车零部件出口规模变化情况	9
图 18: 公司主要客户及服务的汽车制造商品品牌示意图	11
图 19: 向 T 公司直接或间接的营业收入占比	12
图 20: 与 T 公司合作发展	12
图 21: T 公司销量与公司新能源汽车功能部件销售收入	13
图 22: 特斯拉上的产品应用	13
图 23: 直接和间接销售给 T 公司的产品	13
图 24: 向 T 公司直接或间接销售的产品毛利率情况	13
图 25: T 公司 2019Q1-2023Q2 产量及交付量 (辆)	14
图 26: 汽车轻量化总体目标	14

表 目 录

表 1: 公司主要产品及用途	2
表 2: 近年出台的行业政策及法规	7
表 3: 公司主要竞争对手情况	10
表 4: 公司主要客户基本情况及市场地位	11
表 5: 公司核心技术	15
表 6: 主要客户的在手订单情况 (截至 2022 年 2 月 11 日)	16
表 7: 公司新客户具体情况	17
表 8: 募投项目情况 (万元)	18
表 9: 分业务收入及毛利率	19
表 10: 可比公司估值	20
附表: 财务预测与估值	22

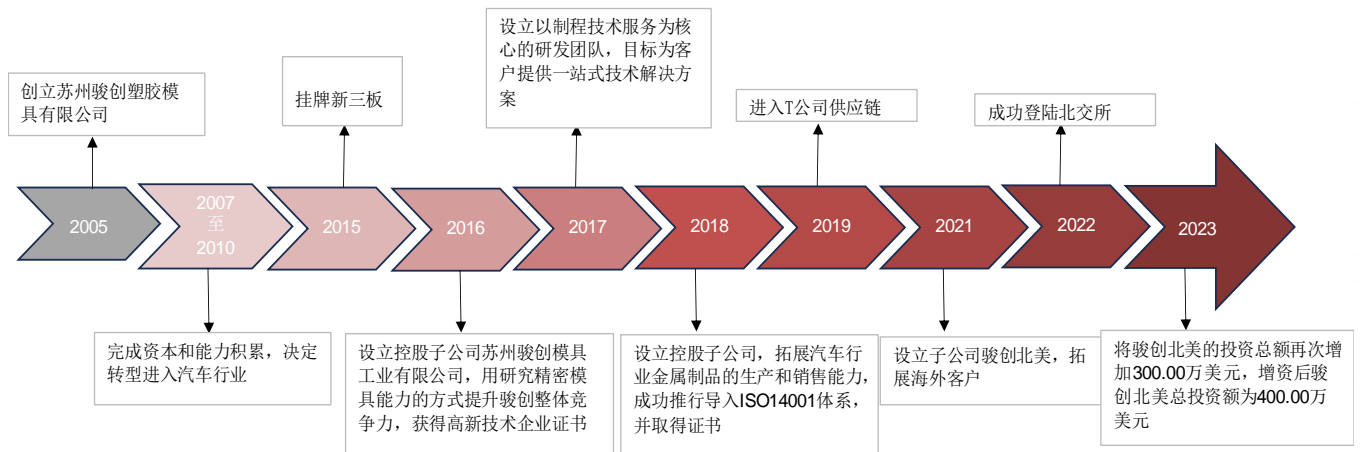
1 先进汽车科技引领者，将“中国制造”带到世界舞台

公司以汽车零部件的研发、生产、销售为核心业务，为汽车制造商及其零部件制造商等核心客户群体提供符合行业发展趋势及满足应用需求的零部件产品，主要产品涵盖汽车塑料零部件、汽车金属零部件及配套模具等。

1.1 汽车零部件制造业深耕十余载，广受全球领先汽车制作商认可

深耕行业 18 余年，勇于创新拓展业务。公司成立于 2005 年，2010 年完成资本和能力积累，决定转型进入汽车行业；2015 年挂牌新三板；2016 年，设立控股子公司苏州骏创模具工业有限公司，用研究精密模具能力的方式提升骏创整体竞争力，获得高新技术企业证书。2017 年，设立以制程技术服务为核心的研发团队，目标为客户提供一站式技术解决方案。2018 年，设立控股子公司，拓展汽车行业金属制品的生产和销售能力，成功推行导入 ISO14001 体系，并取得证书；2019 年进入 T 公司供应链；2021 年公司设立子公司骏创北美，拓展海外客户；2022 年 5 月，公司成功登陆北交所。2023 年 3 月，随着骏创北美业务的进一步开展，为满足业务发展需求，将骏创北美的投资总额再次增加 300 万美元，增资后骏创北美总投资额为 400 万美元。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

专于汽车零部件制造，产品与服务得到全球汽车制造商广泛认可。公司从属汽车零部件及配件制造行业，为汽车制造商及其零部件制造商等核心客户群体提供符合行业发展趋势及满足应用需求的零部件产品。经过十余年的发展，公司已形成集产品同步设计、工艺制程开发、模具研发制造、精密注塑成型、金属部件加工、系统部件装配集成于一体的综合制造与服务能力。通过持续的研发投入和技术创新，公司获得了全球领先汽车制造商及零部件配套企业的认可，服务的客户包括斯凯孚、安通林及安波福、新能源汽车制造商 T 公司、广达集团及和硕联合，直接或间接服务的汽车制造商涵盖 T 公司、福特、捷豹路虎、通用、大众等欧美品牌，日产、丰田等日系品牌，以及吉利、比亚迪等国产自主品牌。

表 1: 公司主要产品及用途

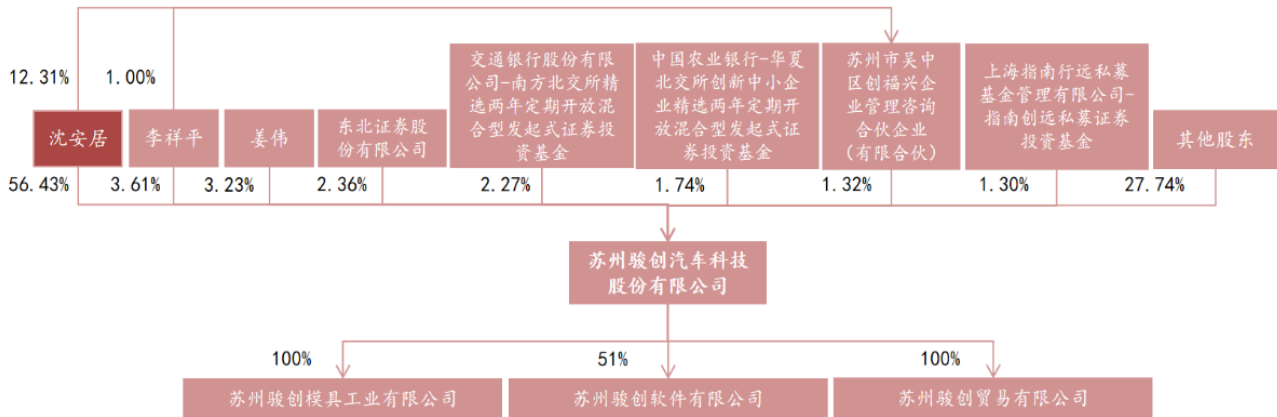
产品名称	图示	性能特点	应用领域
汽车悬架轴承系列	 <p>公司汽车悬架轴承部件</p> <p>客户装配后的悬架总成</p>	产品装配后密封性能良好, 可有效防护外部污染, 同时还能实现较高的刚性, 因此替代了部分传统的金属轴承部件, 顺应汽车行业“以塑代钢”的轻量化发展趋势。	公司悬架轴承部件由斯凯孚装配成为完整的悬架轴承, 在通用、大众、丰田、日产、福特等品牌车型中广泛应用
汽车塑料零部件	 <p>公司天窗控制面板部件</p> <p>客户装配后的天窗控制总成</p>	产品装配后可实现对天窗及灯组进行控制的塑料零部件模组, 通常由 PCBA、PCBA 保护盖、面板框、眼镜盒等部件构成。	产品由安通林集成 PCBA、连接器等其他部件形成总成产品后最终交付给汽车制造商使用。目前, 公司汽车天窗控制面板系列主要应用于福特、捷豹路虎等品牌的各类车型
新能源汽车功能部件系列		产品为实现定位、支撑、密封、防尘、防震以及为其他功能部件提供安装接口条件等功能的精密塑料结构部件。具备较强刚性、高精度尺寸和形位公差等特性的产品配套应用, 包括各类 PCBA 保护罩、支架及带金属嵌件的塑料零部件等。	公司新能源汽车功能部件主要用于 T 公司的配套, 产品广泛应用于 T 公司全系在产车型。
模具		模具被称为“工业之母”, 是对原材料进行完整构型和精确尺寸加工的工具, 主要用于高效、大批量生产工业产	公司根据客户需求进行开发、制造并交给公司用于其零部件注塑生产的模具, 该类产

产品名称	图示	性能特点	应用领域
悬挂轴承系列		品中的有关零部件。	有,其授权公司使用模具,生产相应的产品。
新能源汽车功能部件系列			
汽车金属零部件	 <p>弹簧卡箍在新能源汽车上的应用示意</p> <p>弹簧卡箍在燃油汽车上的应用示意</p> <p>公司弹簧卡箍</p>	公司弹簧卡箍产品由多道专业工艺加工而成,相较于其他卡箍产品而言,公司产品对工作环境的适应性更强、性能更加稳定,同时具有更好的耐腐蚀性能。	主要用于传统燃油车的燃油系统、空调系统、冷却系统等,新能源汽车的电池冷却系统、空调系统、电机冷却系统等,防止汽车使用中的气体、液体泄露。

数据来源:公司招股说明书,西南证券整理

1.2 股权结构高度集中,董事长为控股股东

股权结构集中,董事长沈安居及其家人为实际控制人。公司控股股东为沈安居;实际控制人为沈安居、李祥平,其中沈安居和李祥平系夫妻关系。截至2023年7月10日,沈安居直接持有56.4%的股份,并通过苏州市吴中区创福兴企业管理咨询合伙企业间接控制公司0.2%股权;李祥平直接持有公司3.6%股权,并通过苏州市吴中区创福兴企业管理咨询合伙企业间接控制公司0.01%股权;两人合计控制公司60.2%股权。

图 2：公司股权结构（截止 2023 年 7 月 10 日）


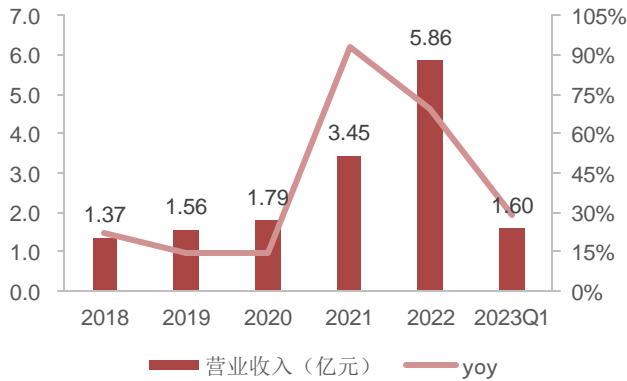
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

组织架构稳定，管理团队经验丰富。公司董事长沈安居从 2005 年起担任公司核心管理人员，董事姜伟是核心技术人员，带领公司完成多项核心技术的研发及产业化。公司核心管理人员常志钊、汪士娟、姜伟、李亮、秦广梅等均具有丰富的管理经验和从业经历。

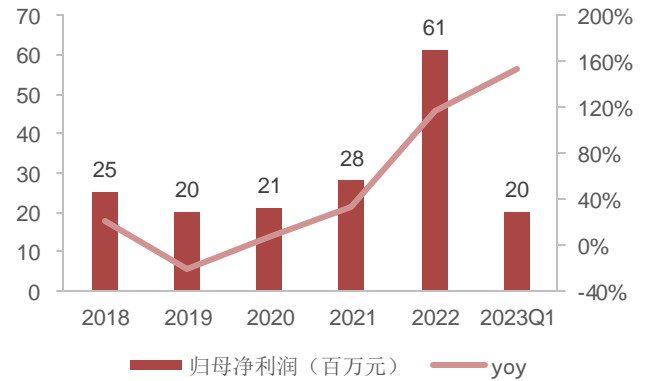
研发实力雄厚，自主创新能力强。公司是技术驱动型江苏省专精特新企业，是聚焦于汽车塑料零部件、汽车金属零部件及配套模具的创新型企业。经过多年的培养和引进，公司储备了一批研发经验丰富、技术水平过硬的高端人才。截至 2022 年，公司拥有研发人员 62 人，占员工总数比例为 11.0%。公司研发费用率处于行业平均水平。2019 年-2021 年公司研发费用率为 6.6%、5.0%、3.2%。公司持续加大研发力度，2022 年的研发费用同比增幅达 92.4%，研发费用金额为 777.3 万元，较上年同期增长 120.4%，增加了 424.7 万元，占营业收入的 3.6%。截至 2023 年 7 月 4 日，公司累计获得已授权专利 176 项，其中发明专利 36 项。

1.3 营收扩张兼顾整体费用率降低，归母利润快速提升

营收规模稳步扩张，归母净利润快速提升。公司业绩持续提升，2018-2022 年，公司营业收入由 1.4 亿元增长至 5.9 亿元，年化复合增长率达 43.8%；归母净利润由 2500 万元增长至 6100 万元，年化复合增长率为 25.0%。在全球新能源汽车快速发展的背景下，公司进入了全球知名的新能源汽车制造商的供应体系，推动了公司收入的快速增长。2022 年，全球汽车产销量增速迟缓，但是新能源汽车销量仍然保持了高速增长，随着公司配套于新能源汽车的汽车塑料零部件收入规模的大幅度增长，公司经营情况稳步增长。

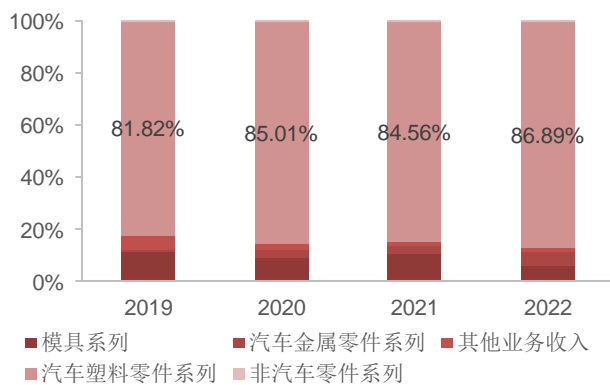
图 3：公司营业总收入及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

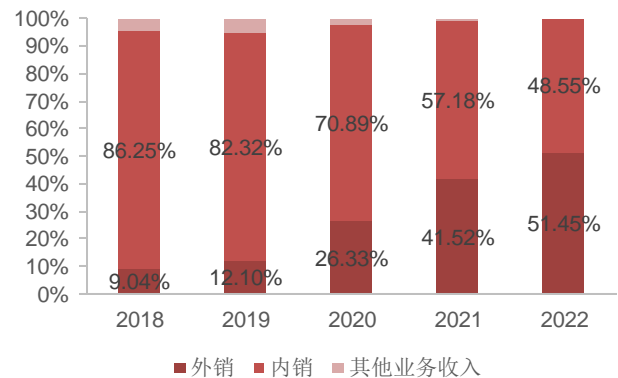
图 4：公司归母净利润及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

产品结构来看，公司汽车塑料零部件仍是营收高速增长来源，2018-2022年，公司汽车塑料零部件收入由1.1亿元增长至5.1亿元，年化复合增长率达到48.0%。销售区域来看，外销比例逐年增加，至2022年，公司外销收入占比增至51%，超过内销收入占比。

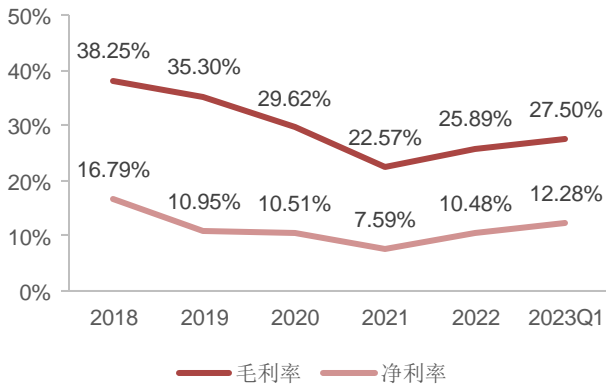
图 5：公司主营业务收入按产品构成情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

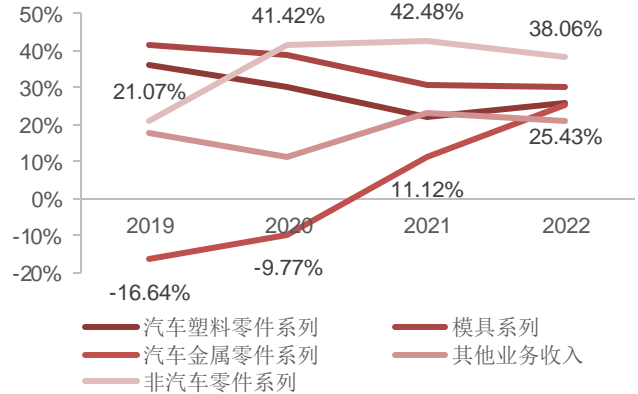
图 6：公司主营业务收入按地区构成情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

外部环境改善，盈利弹性逐步释放。2018-2021年，公司销售受到新开发客户毛利率相对较低、疫情期间人工成本支出增长、机器设备数量增加、原材料采购价格上涨等多重因素，毛利率承压，自38.3%下滑15.7pp至22.6%，净利率由16.8%下滑9.2pp至7.6%。2022年来，外部环境转好，公司利润弹性逐渐释放，当年毛利率回升至25.9%，同比增长3.3pp，净利率达10.5%，同比增长2.9pp。2023年第一季度，公司盈利水平快速增长，净利率由6.2%增长6.1pp至12.3%。分产品来看，汽车塑料零部件系列、模具系列与非汽车零件系列毛利率2019年至2022年保持在20%以上的水平，汽车金属零件毛利率快速转正提升，2019-2022年由-16.6%增长42.0pp至25.4%。

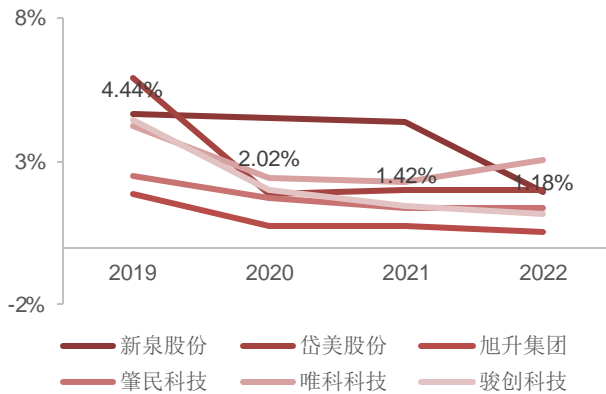
图 7：公司毛利率及净利率


数据来源：iFinD，西南证券整理

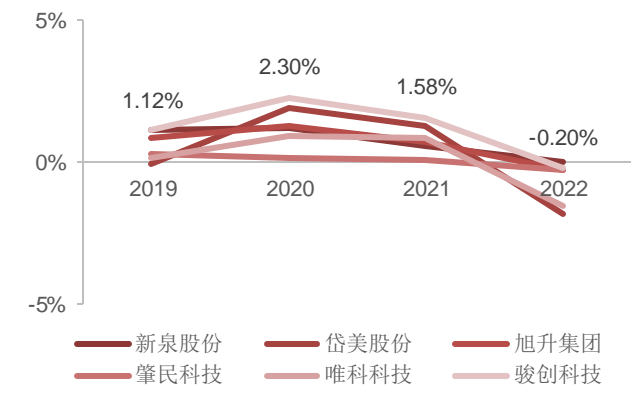
图 8：公司分产品毛利率情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

销售费用率稳中有降，财务费用率略有波动。2019-2022 年公司销售费用率分别为 4.4%、2.0%、1.4%和 1.2%，与行业平均销售费用率基本保持一致。2019-2021 年公司财务费用率分别为 1.1%、2.3%、1.6%，略高于同行业公司，主要原因系因银行借款增长产生的利息支出较多所致，2022 年财务费用受外销业务外币汇率波动影响，较上年同比降低 121.9%。

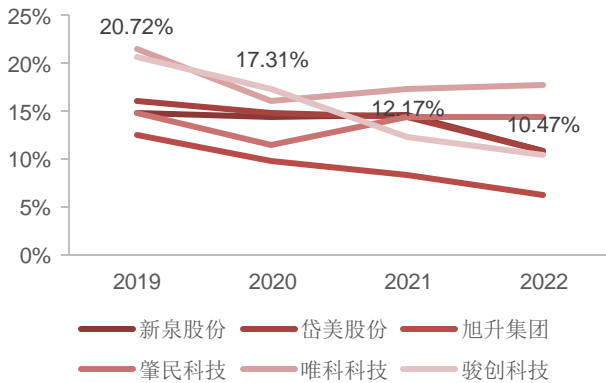
图 9：公司销售费用同行对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

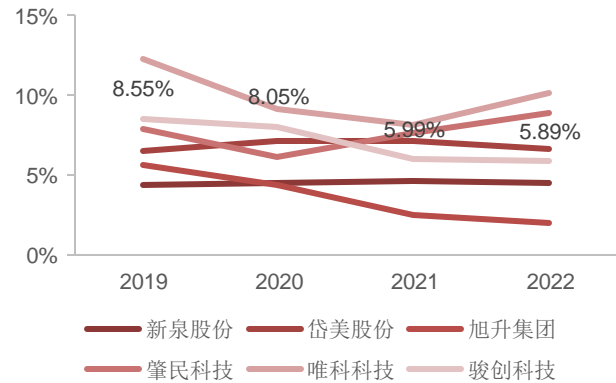
图 10：公司财务费用率同行对比


数据来源：公司公告，西南证券整理

整体期间费用率与管理费用率逐年降低。2019-2022 年公司期间费用率分别为 20.7%、17.3%、12.2%和 10.5%，与行业平均整体期间费用率基本保持一致。2019-2022 年公司管理费用率稳步降低，分别为 8.6%、8.1%、6.0%和 5.9%，与行业平均财务费用率基本保持一致。

图 11：公司整体期间费用率同行对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 12：公司管理费用率同行对比


数据来源：各公司公告，西南证券整理

2 新能源车行业蓬勃发展，拉动汽车零部件行业高速增长

2.1 政策法规助力，支持汽车零部件行业发展

汽车产业是我国经济的重要构成，受国家及地方政府的政策鼓励与支持。近年来国家颁布了一系列政策与法规对汽车零部件行业进行直接和间接支持。一方面，在汽车消费方面，政策推动汽车市场健康发展，积极推广新能源汽车，加快汽车市场消费转型，为汽车零部件行业带来发展机遇；另一方面，政策对于高性能的塑料零部件予以大力支持发展，顺应汽车行业轻量化发展趋势，实现行业在节能减排方面的持续升级。在相关政策推动下，汽车市场需求空间巨大，有望带动汽车零部件需求增长。

表 2：近年出台的行业政策及法规

文件名	颁发机构	时间	主要内容
《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》	工信部	2020年2月	要在确保疫情防控到位的前提下，推动非疫情防控重点地区企业复工复产，优先支持汽车、电子、船舶、航空、电力装备、机床等产业链长、带动能力强的产业。
《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的意见》	国家发改委、司法部	2020年3月	建立完善节能家电、高效照明产品、节水器具、绿色建材等绿色产品和新能源汽车推广机制，有条件的地方对消费者购置节能型家电产品、节能新能源汽车、节水器具等给予适当支持。
《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	国家发改委、科技部、工信部等	2020年4月	将新能源汽车购置补贴政策延续至2022年底，并平缓2020-2022年补贴退坡力度和节奏，加快补贴资金清算速度。加快推动新能源汽车在城市公共交通等领域推广应用。将新能源汽车免征车辆购置税的优惠政策延续至2022年底。
《交通运输部关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》	交通运输部	2020年8月	到2035年，交通运输领域新型基础设施建设取得显著成效。智能列车、自动驾驶汽车、智能船舶等逐步应用。
《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》	国务院	2020年10月	到2025年，中国新能源汽车新车销量占比达到25%左右，智能网联汽车新车销量占比达到30%，高度自动驾驶智能网联汽车实现限定区域和特定场景商业化应用。
《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的意见》	商务部、国家发改委、工信部、	2020年12月	通知要求稳定和扩大汽车消费：释放汽车消费潜力。优化汽车限购措施，各有关城市要结合经济社会发展情况以及城市交通拥堵程度、污染治理目标、交通需求管控

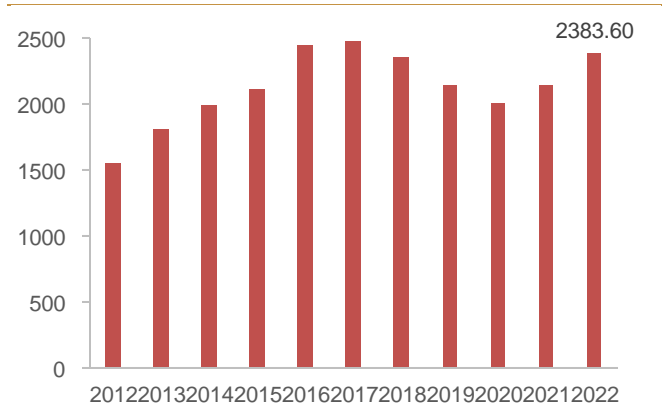
文件名	颁发机构	时间	主要内容
《干措施的通知》	财政部、交通运输部等		效果等,对现行非营运小客车指标摇号、拍卖等制度进行优化完善;开展新一轮汽车下乡和以旧换新。
《商务领域促进汽车消费工作指引》	商务部	2021年2月	加快建设现代汽车流通体系,助力形成强大国内市场,促进汽车市场高质量发展。加快构建城乡一体化的汽车销售和售后服务网络,释放农村汽车消费潜力。推广新能源汽车消费。各地可对消费者购置新能源汽车,在充电、通行、停车等使用环节给予综合性奖励,推动公共领域车辆电动化,巩固新能源汽车市场增长势头。

数据来源:公司招股说明书,西南证券整理

2.2 新能源汽车前景广阔,打开汽车零部件需求增长空间

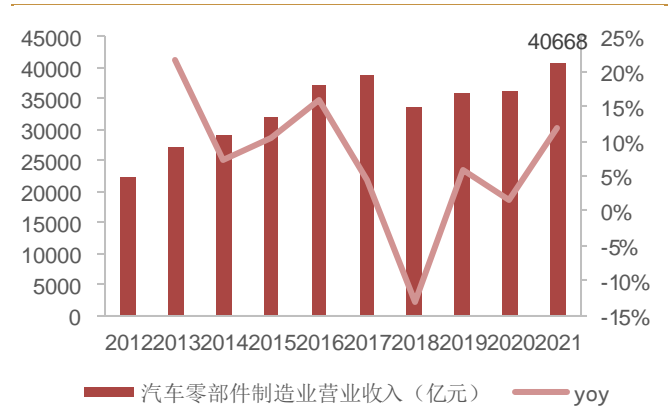
我国汽车零部件市场规模已突破4万亿元,仍有广阔提升空间。2011-2017年,随着下游汽车产业的快速发展,我国汽车零部件制造业营收规模从2.0万亿元增长至3.9万亿元。2018年全球汽车需求放缓,导致汽车销量连年下降,汽车零部件市场规模经历短暂下降后,在2019年又重回增长态势,2021年营收规模达4.1万亿元。未来,随着全球更多地区经济的恢复,将推动全球汽车行业复苏,从而继续形成对汽车零部件市场的需求。根据中研产业研究院数据,近年来我国汽车零部件及配件制造业产值占汽车制造业产值的比重保持在40%以上,目前我国汽车零部件产值与整车制造产值的比例约为1:1,较欧美等国家成熟汽车市场的1.7:1仍有较大提升空间。

图 13: 我国汽车乘用车产量 (万辆)



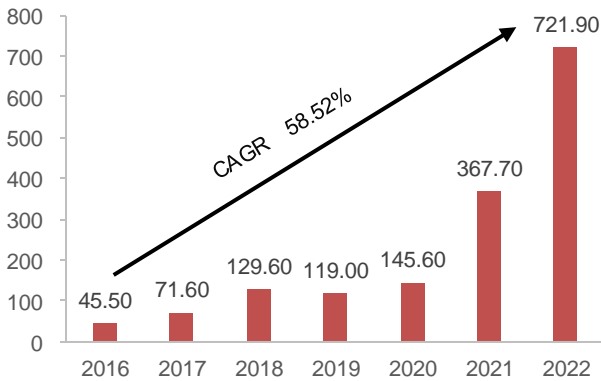
数据来源:中国汽车工业协会, iFinD, 西南证券整理

图 14: 我国汽车零部件制造业营收规模及增速

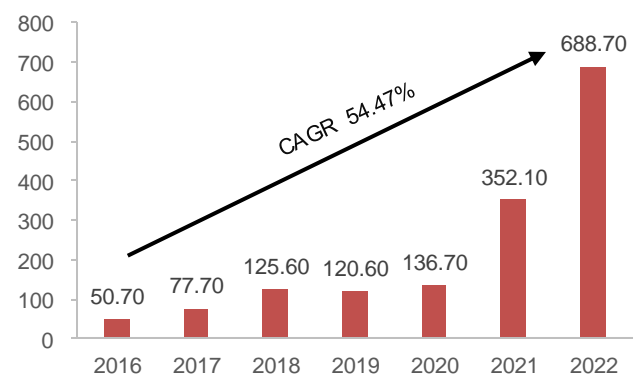


数据来源:国家统计局, 思翰产业研究院, 西南证券整理

新能源汽车市场前景广阔,逐步释放对汽车零部件的需求。根据国家统计局数据,2016-2022年,我国新能源车产量由45.5万辆增长至721.9万辆,年化复合增长率达到58.5%;根据中汽协数据,我国新能源车销量由50.7万辆增长至688.7万辆,年化复合增长率达到54.5%。随着国家中长期战略规划的施行和“碳达峰”和“碳中和”目标的逐步实现,我国新能源车未来市场空间广阔。从零部件结构看,由于新能源汽车动力系统与传统燃油汽车相比改变了动力操作系统的结构,在材料和工艺等方面有不同和更高的要求,可带动更多汽车生产所需零部件关联产业的发展,用于电池、电机、电控等部件的塑料件产品和冷却系统的金属卡箍产品需求也将逐步释放。

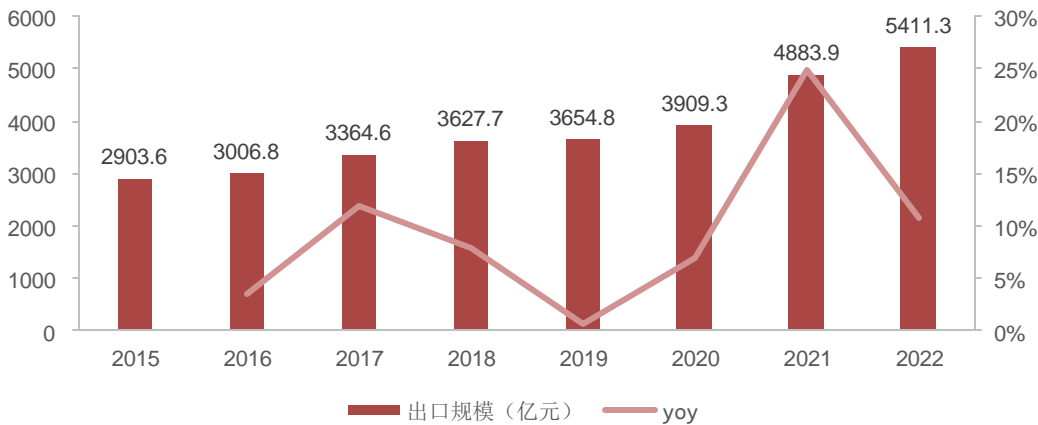
图 15: 我国新能源汽车产量 (万辆)


数据来源: 国家统计局, iFinD, 西南证券整理

图 16: 我国新能源汽车销量 (万辆)


数据来源: 中国汽车工业协会, iFinD, 西南证券整理

服务于国际化汽车制造商的零部件企业将获得海外市场发展机遇。在汽车行业全球化发展趋势中, 整车生产越来越向最终消费地集中。然而, 在汽车零部件采购方面, 国际汽车制造商普遍实施全球平台产品和采购策略, 在全球范围内通过大型跨国供应商采购模块或零部件, 这要求汽车零部件供应商需要具备与汽车制造商国际市场拓展战略相符的配套供货能力。国内部分优质汽车零部件供应企业与国际化汽车制造商已经形成稳定的合作关系, 在其进行全球化汽车制造基地布局的发展契机下, 也能够通过多年的合作基础在海外市场获得配套其零部件供应的合作机会, 目前我国汽车零部件出口金额已经达 5411.3 亿元, 为海外市场的开拓提供较大市场空间。

图 17: 2015-2022 年我国汽车零部件出口规模变化情况


数据来源: 海关总署, 公司招股说明书, 西南证券整理

2.3 汽车零部件种类丰富, 整体竞争格局较为分散

我国汽车零部件行业逐步发展成为全球零部件供应集群中心。我国汽车零部件产业的建立始于 1953 年, 伴随着汽车制造商零部件自制率逐步降低, 产业呈现分工发展, 汽车零部件产业日益独立; 我国加入世界贸易组织后, 汽车产业迅猛发展, 带动汽车零部件制造业经营规模持续扩大及产业配套日益健全。目前, 我国作为汽车产量最大的国家, 已经形成完备的产业配套能力, 零部件质量、价格均具备较强的市场竞争力, 已发展成为全球汽车零部件的重要供应集群中心之一。

国内汽车零部件企业产品种类丰富，市场较为分散。目前国内企业已经基本涵盖所有汽车零部件产品。由于汽车零部件整体种类繁多，我国汽车零部件整体市场集中度较低。根据前瞻产业研究院数据，2021年潍柴集团、华域汽车、宁德时代在汽车零部件方面的营收分别为2610.4亿元、1399.0亿元及914.9亿元，行业CR3为13%。其中潍柴集团产品以发动机为主，华域汽车产品包括以汽车内外饰等多种汽车零部件，宁德时代主营动力电池，三家企业均为各细分产品的国内龙头。

在汽车悬架轴承、天窗控制面板领域，市场份额主要由国外企业占据。在汽车悬架轴承领域，全球主要供应商分别为斯凯孚、舍弗勒和罗兰克斯等少数行业巨头企业，市场占比较为集中，其采购需求构成了市场最主要的需求，因此，整车厂对汽车悬架轴承的采购主要来自斯凯孚等主要厂商。在汽车天窗控制面板领域，全球主要供应商安通林和麦格纳的经营规模较大，在行业中市场占比高。由于安通林在2015年通过购买方式获取了麦格纳的汽车天窗控制面板板块业务，使得安通林在汽车天窗控制面板领域的市场占有率进一步提升。公司国内竞争对手主要包括Interplax、岱美股份、新泉股份等汽车塑料零部件生产企业与超捷股份等汽车金属零部件生产企业。

表 3：公司主要竞争对手情况

产品类别	企业名称	企业简介
汽车塑料 零部件	青岛英联汽车饰件有限公司	公司成立于2008年，经营范围包括汽车配件、家用电器、电子设备、办公设备的塑料件、塑料新材料、精密模具、检具、夹具、自动化工装设备、传送设备及配件等。
	Interplax	总部位于新加坡，约12,500名员工，向客户设计、实现并交付先进的应用开发成果以及精密工程解决方案，工厂分布在全球14个国家的30个地区。
	上海岱美汽车内饰件股份有限公司 (603730.SH)	公司成立于2001年，主要从事乘用车零部件的研发、生产和销售，是集设计、开发、生产、销售、服务于一体的专业汽车零部件制造商。
	上海海泰汽配有限公司	公司成立于2003年，主营业务涵盖汽车配件、环保设备、电器配件的制造、加工、销售；汽车技术领域内的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让等。
	江苏新泉汽车饰件股份有限公司 (603179.SH)	公司成立于2001年，从事汽车内、外饰件系统零部件及模具的设计、制造及销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。
	宁波旭升汽车技术股份有限公司 (603305.SH)	公司成立于2003年，主要从事汽车模具及配件、摩托车模具、塑料模具及制品、汽车配件、注塑机配件、机械配件、五金件的研发、制造、加工。主要产品是新能源和传统汽车变速系统、传动系统、电池系统等核心系统的精密机械加工零部件。
	上海肇民新材料科技股份有限公司 (301000.SZ)	公司成立于2011年，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。
	江苏纽泰格科技股份有限公司 (301229.SZ)	纽泰格主要从事汽车悬架系统、汽车内外饰等领域的铝铸零部件和塑料件的研发、生产和销售。公司主要产品包括汽车悬架减震支撑、悬架系统塑料件、内外饰塑料件等适应汽车轻量化、节能环保趋势的汽车零部件产品。
	厦门唯科模塑科技股份有限公司 (301196.SZ)	公司成立于2005年，主要从事精密注塑模具的研发、设计、制造和销售业务，并向下游延伸，逐步将业务拓展至注塑件的生产和销售业务。
汽车金属 零部件	超捷紧固系统(上海)股份有限公司 (301005.SZ)	公司成立于2001年，主要从事关键机械基础件（五金件、汽车零部件）的生产及销售，机械科技领域内的技术开发，塑料制品的销售，道路货物运输，货物及技术的进出口业务。
	依工汽车零部件(上海)有限公司	公司成立于2001年，从事汽车零配件、橡塑制品、电器产品、电子产品、模具、五金制造、加工。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3 产品矩阵丰富性能优越，募投扩产助力业绩高增

3.1 高度绑定 T 公司，未来营收增长确定性强

公司深耕汽车零部件市场多年，已构建稳定优质的客户资源体系。公司定位服务于汽车行业领先的客户群体，通过良好的产品工艺品质，获得全球领先汽车制造企业及零部件配套企业的逐步认可，构建优质的客户资源体系，并与客户形成长期稳定的合作关系。

图 18：公司主要客户及服务的汽车制造商品牌示意图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司主要客户均为全球知名的汽车整车厂及一级供应商。服务的客户包括全球轴承巨头斯凯孚、全球汽车零部件百强企业安通林及安波福、全球领先的新能源汽车制造商 T 公司、世界五百强企业广达集团及和硕联合，直接或间接服务的汽车制造商涵盖 T 公司、福特、捷豹路虎、通用、大众等欧美品牌，日产、丰田等日系品牌，以及吉利、比亚迪等国产自主品牌。其中斯凯孚为全球最大的滚动轴承制造公司之一，安通林为世界上最大的汽车零部件制造商之一，T 公司是全球领先的新能源车厂。

表 4：公司主要客户基本情况及市场地位

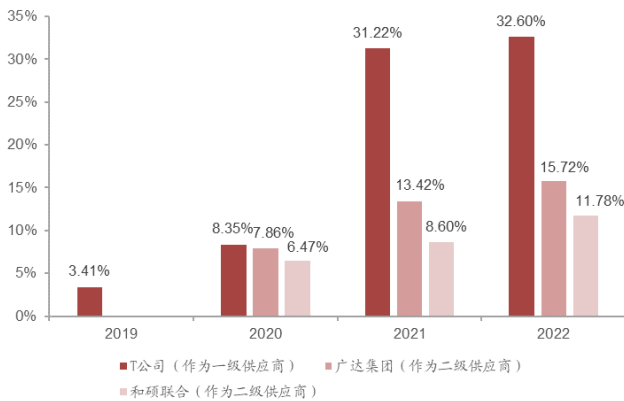
客户名称	基本情况	市场地位
斯凯孚	SKF 集团总部设立于瑞典，成立于 1907 年，目前在全球拥有近百余家工厂，主要生产各类轴承，密封件，轴承用特种钢。	为轴承科技与制造的领导者，为全球最大的滚动轴承制造公司之一，其业务遍及世界 130 个国家，每年生产五亿多个轴承，销售网遍布全球。
安通林	公司在 26 个国家拥有 150 多家工厂和 30000 名员工。安通林通过四个业务部门为汽车内饰提供高附加值的产品和解决方案，分别是：顶棚、照明和人机交互、电子系统以及座舱和车门。	安通林集团是世界上最大的汽车零部件制造商之一，也是汽车内饰创新技术和解决方案的领先供应商。在细分领域（内外饰、顶棚等）位居前列。
T 公司	美资企业，产销电动车、太阳能板及储能设备。	是全球领先的新能源车厂。
广达集团	广达集团由林百里总裁创建于 1988 年，除了在笔记本电脑领域中维持领先地位外，广达集团更延伸触角至服务器、液晶显示器、液晶电视、通讯、汽车等领域，积极展开产业整合布局。	为全球 Fortune 500 大公司之一，也是全球笔记本电脑专业研发设计制造的领导厂商。以创新研发为核心竞争优势，广达锁定云端运算、连结技术，以及客户端设备之新 3C 领域

客户名称	基本情况	市场地位
和硕联合	和硕联合科技股份有限公司 Pegatron Corporation (台证所: 4938) 创立于 2007 年 (从华硕电脑分拆而来), 总部位于台北, 连同其子公司在全球从事设计, 制造和销售计算机, 通信和消费电子电子产品。	的技术及应用持续深耕, 并结合大数据管理相关应用建构完整的人工智能工具生态链, 致力成为 AI 经济中, 各大应用领域的主要系统解决方案供应者。 2020 年 8 月 10 日, 和硕位列《财富》世界 500 强排行榜第 269 位。公司产品包括穿戴装置、智慧家庭装置、车用电子 (Automotive Electronics) 等, 着重于软硬件核心技术之整合发展, 提供客户完整解决方案及高附加值之产品与服务。

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

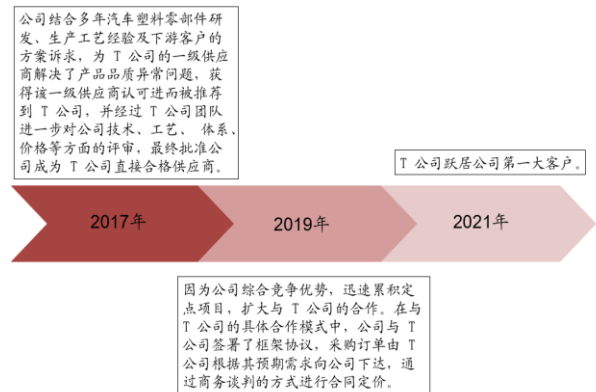
T 公司为公司第一大客户。通过直接和间接销售, 2022 年公司 60% 的主营业务收入与 T 公司有关。2017 年公司通过 T 公司的一级供应商推荐, 被批准成为 T 公司的直接合格供应商。在 T 公司的推荐下, 公司向 T 公司的一级供应商和硕联合、广达集团供应汽车电路板产品所需的零部件产品。

图 19: 向 T 公司直接或间接的营业收入占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

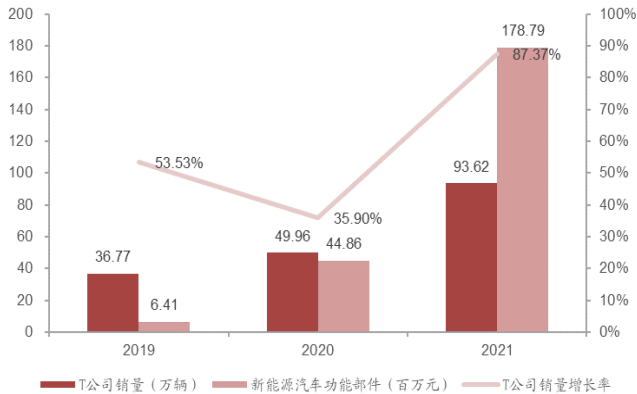
图 20: 与 T 公司合作发展



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

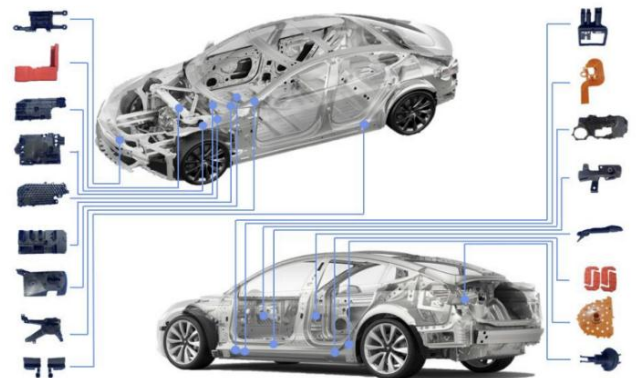
公司产品广泛应用于 T 公司全系在产车型, 销售产品主要为新能源汽车功能部件。新能源汽车功能部件可分为“电路板保护类塑料零部件”和“非电路板保护类塑料零部件”, 分别应用于汽车三电系统和车身、底盘系统。公司新能源功能部件销售收入随着 T 公司销量增长而增长, 2019-2021 年新能源功能部件销售收入分别为 6.4 百万元、44.9 百万元和 178.8 百万元。

图 21: T 公司销量与公司新能源汽车功能部件销售收入



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 22: 特斯拉上的产品应用



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

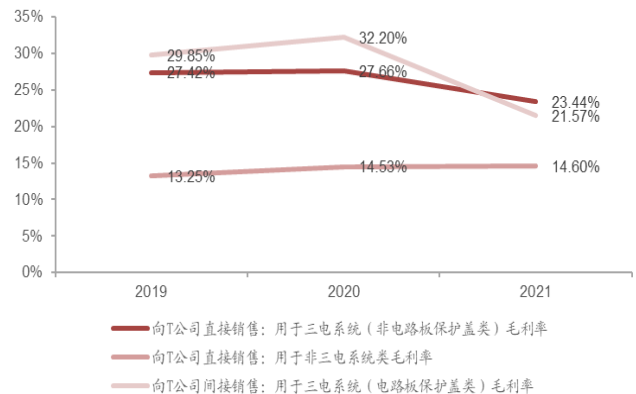
向 T 公司直接销售的产品类型较为多样化, 但因为新产品较多且外购件占比较高, 所以毛利率相对较低。与之相比, 向广达集团、和硕联合销售的产品类型较为单一。公司向 T 公司销售的主要系用于三电系统(非电路板保护盖类)以及用于非三电系统类的零部件, 其中: 用于非三电系统类的零部件占比较高。用于非三电系统类的零部件主要为底盘保护板、雷达支架、前门板、尾门支架等, 该类产品种类较为多样且较多为新产品; 与此同时, 用于非三电系统类的塑料零部件相较于用于三电系统外购件占比较高, 使得该类产品的毛利率水平相对较低, 拉低了公司向 T 公司产品销售的毛利率。公司向 T 公司一级供应商广达集团、和硕联合主要销售用于三电系统(电路板保护盖类), 相比销售给 T 公司的产品, 尤其是 T 公司非三电系统类的塑料零部件产品, 该类产品性能要求较高且类型较为单一、新品种类较少、生产工艺趋于稳定, 加之该类产品外购件占比较低, 使得毛利率水平相对 T 公司较高。

图 23: 直接和间接销售给 T 公司的产品



数据来源: 公司问询函回复, 西南证券整理

图 24: 向 T 公司直接或间接销售的产品毛利率情况

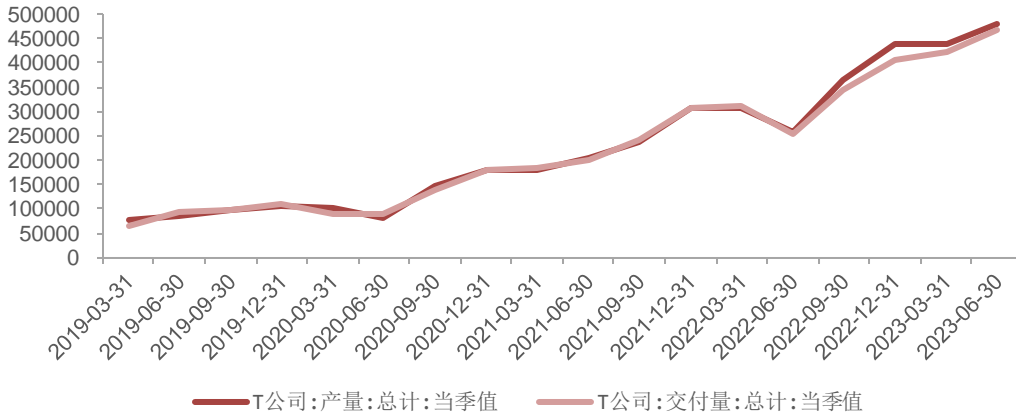


数据来源: 公司问询函回复, 西南证券整理

T 公司产量和交付量持续攀升, 因汽车零部件行业供应商资质壁垒高、客户粘性强, 公司未来营收增长确定性高。汽车制造商对供应商设置严格的筛选条件, 国内外大型企业通常对其配套零部件供应商的资质进行严格的准入认证。该过程需要耗费合作双方大量时间和成本, 因此在供应关系确立之后, 双方的合作关系将保持相对稳定。2019-2022 年, 公司对 T 公司销售收入大幅增长是因为 T 公司自身的全球销量增长和 T 公司国产化率的增长致使中国采购增长。根据 T 公司官网信息显示, 其 2023 年第二季度全球生产了近 48 万辆电动车, 交付了超过 46.6 万辆电动车, 产量和交付量同比增速分别高达 83.0%和 85.5%。未来 T 公

司销量在全球汽车新能源化的趋势下预期保持增长,公司与T公司继续保持紧密的合作关系,将有利于公司的销售趋势在未来保持可持续性。

图 25: T 公司 2019Q1-2023Q2 产量及交付量 (辆)

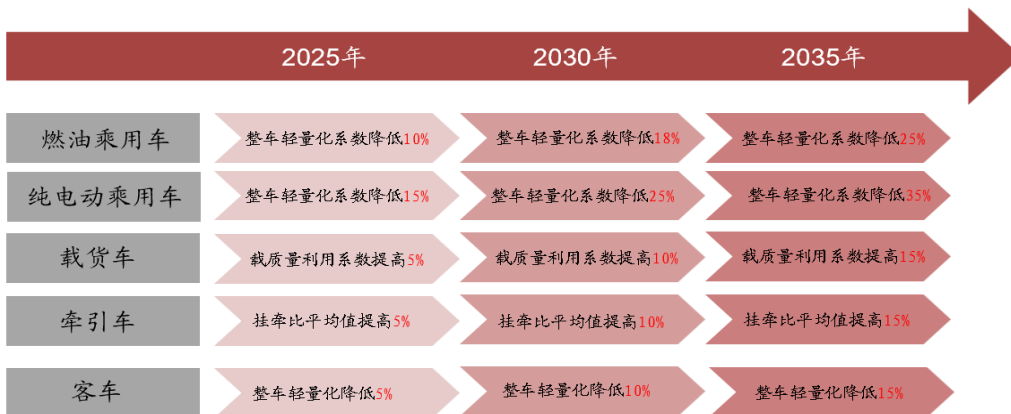


数据来源: 同花顺iFind, T公司官网, 西南证券整理

3.2 顺应“以塑代钢”发展趋势, 构筑核心技术壁垒

在节能减排的大背景下, 汽车轻量化成为大势所趋。随着世界各国对环境保护的要求日益提升, 各国政府纷纷制定法律法规以促进节能减排, 其中汽车能耗的降低即为其中重要发展方向, 各国均制定了严格的乘用车二氧化碳排放法规。汽车轻量化是降低油耗, 达到节能减排的有效手段。吴志强等在《轻量化背景下改性塑料在汽车上的应用》中表示燃油车整备质量每降低 10%, 油耗可下降 6%~8%, 排放能减少 4%; 而电动车整备质量每降低 10 kg, 续航里程可增加 2.5 km。《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》更是制定了 2035 年燃油乘用车与纯电动乘用车整车轻量化系数分别降低 25%与 35%的目标。轻量化是在保证汽车强度和安全性前提下, 降低汽车的整备质量, 从而提高汽车的动力性, 实现节能减排的目的。目前, 汽车轻量化技术已经普遍应用到汽车产品开发中, 国内主流车企也大力推进轻量化技术应用, 对整车质量进行管控。

图 26: 汽车轻量化总体目标



数据来源: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》, 西南证券整理

“以塑代钢”成为汽车轻量化的重要途径。汽车轻量化的实现途径包括材料应用轻量化、结构设计轻量化和制造工艺轻量化等，其中采用轻质材料是当前汽车行业的重要方法，以塑代钢成为汽车材料发展的重要趋势。同时，塑料材料密度较小、重量较轻，增加塑料材料用量可以降低整车成本和重量，实现节能效果。此外，由于塑料材料本身强度性能高、热稳定性强、耐腐蚀性强，在遇到撞击时可以充分吸收能量，且加工工艺相对简单，对整车的安全性、舒适性和外观均有所提升，因此成为汽车制造领域应用最多的非金属材料。

我国汽车零部件“以塑代钢”潜在空间巨大，未来有望带动公司业绩增长更上一层楼。根据公司招股说明书，目前，发达国家汽车平均塑料用量达到 300 公斤/辆以上，而国产汽车的平均单车塑料用量约为 100 公斤，随着受重视程度的不断增加，我国汽车塑料用量和汽车塑料零部件在未来将有望释放巨大的空间。改性塑料是我国化工新材料的重要组成部分，属于国家“七大战略性新兴产业”和“中国制造 2025”重点发展的十大领域之一。

公司核心技术壁垒高筑，实现零部件的以塑代钢，产品性能具有领先优势。公司为客户提供可用塑料取代金属汽车零部件的方案，并通过与全球领先的塑料原料制造商实验室的协作，对已知塑料粒子改性得到相应的塑料原料；依托材料，公司进一步与客户共同修改产品数据，通过公司的工程技术开发能力，实现零部件的以塑代钢。公司共拥有 7 个与以塑代钢的应用技术的对应的专利。相关核心技术主要应用于公司的悬架轴承部件系列和新能源汽车功能部件系列。公司核心技术对应产品在市场与同类产品对比具有先进性。

表 5：公司核心技术

技术名称	技术适用产品	对应的专利	与市场同类产品的 创新性及先进性
双色成型技术	悬架轴承部件系列	一种高强度汽车轴承塑胶件 (ZL201710089757.6) 一种多色彩汽车天窗塑胶件模具 (ZL201720151222.2) 一种自动脱模的汽车塑胶件注塑模具 (ZL201921319167.9)	纽泰格悬架防尘罩采用的“高玻纤含量工程塑料注塑成型技术”，产品尺寸精度达到正负 0.05mm；公司产品公差控制在 ±0.03mm 波动。公司的汽车悬架轴承相关部件核心技术具备先进性。
金属嵌件埋入成型技术	新能源汽车功能部件系列	转动平移件 (ZL201721607471.4) 汽车垫块加工的冲压模具 (ZL201822138830.7) 注塑模具真空吸盘式嵌件固定装置 (ZL201921319160.7) 一种注塑模具顶出机构 (ZL201922070287.6) 一种汽车内饰门板注塑件 (ZL202020507856.9) 一种用于汽车金属塑胶件的分离装置 (ZL202020507889.3) 一种侧向固定的注塑零件用高精度上料装置 (ZL202022553216.4)	肇民科技嵌件产品相关技术为“爆震检测装置技术”，其产品被用来增加嵌件成形的效率，防止不良品流出。公司嵌件产品通过金属嵌件成型技术、自动化应用等核心技术能够满足客户各项指标需求以及实现自动化生产，产品具有先进性。
高光免喷漆成型技术	天窗控制面板部件系列	一种塑料汽车内饰件抛光装置 (ZL201921207601.4) 一种用于汽车防抖动高光车灯塑胶壳 (ZL201922339508.5) 一种汽车塑胶件水口剪切装置 (ZL201922137673.2) 一种注塑模具烘干设备 (申请中 201921319161.1) 一种注塑件表面处理装置 (ZL201921319120.2) 一种新型汽车顶棚模具 (申请中 201921168752.3)	岱美股份顶棚中央控制器相关技术主要为“双色注塑技术”，除此之外未提及免喷漆相关技术。公司的天窗控制面板部件的注塑工艺技术具有先进性。

技术名称	技术适用产品	对应的专利	与市场同类产品的 创新性及先进性
异形金属件及特殊工艺的应用技术	汽车金属零部件	一种用于汽车底盘的冲压模具 (ZL201921168410.1) 一种预张开型弹性卡箍 (ZL202022139812.8)	-
视觉检测技术的自动化应用技术	汽车塑料零部件	一种注塑模具用定位机构 (ZL202020718148.X) 一种汽车天窗注塑零件的打孔装置 ZL202020969623.0) 一种汽车注塑零件的高精度打孔装置 (ZL202021100531.5) 一种汽车注塑件孔位检测装置 (ZL202021099106.9)	-
超高精度塑料成型技术	汽车塑料零部件	一种汽车内饰件注塑模具 (ZL201811575694.6) 一种汽车内饰件模具 (ZL201922323619.7) 一种注塑模具开模装置 (ZL202020718120.6) 一种注塑模具顶出结构 (ZL202020718584.7) 一种汽车注塑件的冷却装置 (ZL202021956026.0)	-
以塑代钢的应用技术	悬架轴承部件系列、新能源汽车功能部件系列	一种高强度汽车轴承塑胶件 (ZL201720150469.2) 一种汽车顶盖的加工模具 (ZL201921168484.5) 一种新式汽车车门加工用的模具 (ZL201921168482.6) 一种超载汽车悬架轴承塑胶件 (ZL201921191602.4) 一种汽车悬架轴承塑胶件结构 (ZL201921207509.8) 一种用于汽车的轴承塑胶件 (ZL201922112774.4) 一种汽车注塑零件的高精度打孔装置 (ZL202021100531.5)	产品具备先进性，具体表现可见“双色成型技术”和“金属嵌件埋入成型技术”相关产品先进性表述内容。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.3 在手订单充裕，募投项目持续加码产能提升

公司拥有稳定的客户资源体系，在手订单充裕。与斯凯孚、安通林、T公司及其一级供应商广达集团及和硕联合等已经针对部分车型进行稳定的产品供应，仅斯凯孚、安通林和T公司三个客户，预计未来每年都将为公司带来稳定增长的汽车塑料零部件产品订单。

表 6：主要客户的手订单情况（截至 2022 年 2 月 11 日）

订单期间	核心技术名称	在手订单金额（万元）	年化测算（万元）
2022.2.11-2023.2.10	T公司	19,103.25	19,103.25
2022.2.11-2022.6.10	广达集团	2,294.44	6,883.32
2022.2.11-2022.6.10	和硕联合	2,391.22	7,173.66
2022.2.11-2022.3.10	斯凯孚	516.37	6,196.44
2022.2.11-2022.3.10	安通林	477.35	5,728.20
合计		24,782.63	45,084.87

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理（注：暂无更新订单情况）

公司积极开拓新能源汽车领域业务，除原本稳定的高质量客户群体外，还成功开发了多个新能源汽车领域业务客户，为公司未来的业绩增长奠定基础。2021 年度，公司凭借近 10 年汽车零部件领域的生产经验以及与众多行业知名跨国客户合作经验的积累，公司成功开发了诸如：比亚迪、马自达、爱杰姆等传统汽车领域客户；与此同时，公司充分借助与 T 公

司的深化合作以及在新能源汽车零部件领域的先发优势，成功开发了诸如：捷普、李尔、蓝思科技等新能源汽车领域的业务，同时尚有多家客户处于意向合作的洽谈阶段，形成了层次分明的量产客户、新客户、潜在客户的开拓梯队。

表 7：公司新客户具体情况

新客户	客户情况	主要合作产品	开发进度	截至 2021 年 12 月 31 日在手订单金额	与现有技术的匹配性
Jabil (捷普)	捷普公司于 1992 年在特拉华州成立。该公司是 全球制造服务和解决方案的领先提供商之一 。该公司为各个行业和终端市场的公司提供全面的电子设计，生产和产品管理服务。	新能源汽车功能件系列	2021 年 4 月 2 日已经正式获取首张订单	23.69 万元	匹配度较高，客户所需的新能源汽车功能件系列， 与现客户 T 公司产品为同一工艺下的不同产品结构 ，使用公司成熟的核心技术， 可直接运用 。
Lear (李尔)	Lear Corporation 是 全球汽车行业一级供应商 。公司的业务涵盖在世界上所有主要汽车市场，和该公司提供座位和电气配电系统及汽车零部件的几乎所有主要的汽车制造商。李尔公司是公认的全球领先的整套汽车座椅系统和关键组成部分配件制造商。	新能源汽车功能件系列	2021 年 4 月 5 日已经正式获取首张订单，截至 2021 年末，累计定点 8 个料件	110.93 万元	匹配度较高，客户所需的新能源汽车功能件系列， 与现客户 T 公司产品为同一工艺下的不同产品结构 ，使用公司成熟的核心技术， 可直接运用 。
爱杰姆	爱杰姆总部位于美国的密歇根州汽车城底特律。爱杰姆具备强大的研发实力和项目管理的经验， 结合在亚太区的精益的制造基地，生产优质可靠的汽车内饰产品 ，通过全球供应链，服务遍布全球的客户。	天窗控制面板系列	2021 年 9 月 8 日正式获取“汽车天窗控制面板项目”的定点合同，共 15 个料件	76.39 万元	匹配度较高，客户所需的汽车天窗控制面板系列， 与现客户安通林为同一工艺下的不同产品结构 ，使用公司成熟的核心技术， 可直接运用 。
蓝思科技	蓝思科技股份有限公司主营业务为研发、生产、销售中高端视窗防护玻璃面板、外观防护新材料、电子功能组件、整机组装，股票代码：300433。	新能源汽车功能件系列	2021 年 11 月 2 日正式获得 4 个料件的定点合同，目前正在开发中，预计 2022 年 5 月正式投产	-	匹配度较高，客户所需的新能源汽车功能件系列， 与现客户 T 公司产品为同一工艺下的不同产品结构 ，使用公司成熟的核心技术， 可直接运用 。
罗兰克斯	世界精密运动部件著名厂家之一，主要应用在汽车行业， 主要客户包括奥迪，奔驰等 。	模具	样件模具测试阶段		匹配度较高，客户所需的模具系列， 公司具有较多的模具开发经验 ，使用公司成熟的核心技术， 可直接运用 。
马自达	长安马自达汽车有限公司前身为长安福特马自达汽车有限公司南京公司，长安马自达汽车有限公司成为具有独立法人资格的现代化合资汽车企业，是马自达在海外唯一一家集研发、制造和销售为一体的整车制造型企业。	汽车塑料零部件	2021 年 12 月 2 日正式获得“底盘功能件”的定点合同，开发中，已签订价格订单。	-	匹配度较高，客户所需的 汽车塑料零部件 ， 仅为同一注塑工艺下的不同产品结构 ，使用公司成熟的核心技术， 可直接运用 。

新客户	客户情况	主要合作产品	开发进度	截至 2021 年 12 月 31 日在手订单金额	与现有技术的匹配性
比亚迪	比亚迪股份有限公司主要从事包含新能源汽车及传统燃油汽车在内的汽车业务、手机部件及组装业务、二次充电电池及光伏业务，并积极拓展城市轨道交通业务领域。公司的主要产品为二次充电电池及光伏、手机部件及组装等、汽车及相关产品。比亚迪处于全球新能源汽车领域的行业领导地位。 2019 年，比亚迪新能源汽车产品结构进一步完善，销量依旧位列全球前列。	汽车金属零部件	2021 年 5 月 13 日样件通过客户认可，2021 年 12 月 29 日以二级供应商身份获取了客户一级供应商下发的首张订单。	0.71 万元	匹配度较高，客户所需的汽车金属零部件，仅为同一金属制品工艺下的不同产品结构， 系标准件 ，公司有已开发完成的模具，使用公司成熟的核心技术， 可直接运用。

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理（注：暂无最新客户订单情况）

公司产能负荷较为饱和，产销率水平较高。2019-2021 年公司产能利用率维持在 80% 以上的较高水平。产品销售呈现逐年增长趋势，2019-2021 年产销率维持在 95% 以上的较高水平。

募集大幅扩产+持续加码研发投入。公司于 2022 年公开募集资金净额 9329.2 万元，主要用于投资：

- 1) 汽车零部件扩建技术改造项目。**本项目将利用公司现有厂房的场地预留，引进先进的生产制造设备及生产管理软件，增加公司整体生产能力。本项目将在产能方面重点向新能源汽车功能部件方向倾斜，大幅扩大新能源领域的塑料零部件产品供给。此外本项目将引进多种锁模力规格的注塑设备，并持续扩充双色注射机。根据公司公告，截止 2022 年 12 月 31 日，该项目已投资 1576.4 万元，募集资金已投入 96.4%，预计于 2024 年 6 月 30 日达到预定可使用状态，按计划在项目全面投产后将分别新增汽车天窗控制面板系列、汽车悬架轴承系列、新能源汽车功能结构系列生产能力 400 万件、550 万件和 1950 万件。
- 2) 研发中心建设项目。**本项目将建设研发中心，引进先进的软硬件设备和技术人才，对与公司现有主业及未来发展相关课题进行研究和开发，加强公司项目管理能力和技术转化能力，提升公司产品技术附加值，为公司带来持续的经济效益。

表 8：募投项目情况（万元）

序号	项目名称	项目投资金额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	汽车零部件扩建技术改造项目	5981.91	1829.16
2	研发中心建设项目	1531.57	（缺口资金 5684.3 万元，通过自筹完成实施）
3	补充流动资金项目	2400.00	
4	偿还银行贷款项目	5100.00	5100.00
合计		15013.48	9329.16

数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：伴随着公司募投项目产能逐步释放，持续开拓客户，公司汽车塑料零部件收入有望稳步增长。我们预计 2023-2025 年，汽车塑料零部件产量为 1.4/1.5/1.6 亿件，高单价产品新能源汽车功能部件占比上升带动公司汽车塑料零部件平均单价逐渐上升为 5/6/7 元/件，同时受益于塑料粒子采购成本下降，汽车塑料零部件毛利率逐年上升为 25.0%/25.5%/26.0%。

假设 2：伴随着公司与 T 公司的合作关系日渐紧密，公司承接 T 公司等客户的订单逐步增长，该类模具的毛利率水平相对较低，使得模具产品整体毛利率有所下滑。我们预计 2023-2025 年，公司模具产量分别为 260/340/440 套，销售单价保持稳定，毛利率稳步下降为 29.5%/29.0%/28.5%。

假设 3：伴随着公司客户开发，公司汽车金属零部件收入持续增长。我们预计 2023-2025 年，公司汽车金属零部件产量分别为 4500/6000/7500 万件，销售单价保持稳定，毛利率水平保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
汽车塑料零部件	收入	508.8	686.9	892.9	1116.2
	增速	74.2%	35.0%	30.0%	25.0%
	成本	377.9	515.2	665.2	826.0
	毛利率	25.7%	25.0%	25.5%	26.0%
模具	收入	35.0	45.5	59.2	76.9
	增速	-3.3%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	24.5	32.1	42.0	55.0
	毛利率	30.0%	29.5%	29.0%	28.5%
汽车金属零部件	收入	33.3	43.3	56.3	73.2
	增速	166.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	24.9	32.5	42.2	54.9
	毛利率	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
非汽车零件系列及其他	收入	8.5	8.9	9.3	9.8
	增速	83.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	6.6	7.1	7.5	7.8
	毛利率	21.4%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	585.6	784.6	1017.7	1276.0
	增速	69.5%	34.0%	29.7%	25.4%
	成本	433.9	586.8	756.9	943.7
	毛利率	25.9%	25.2%	25.6%	26.0%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取了同属于汽车零部件行业的神通科技、新泉股份、岱美股份、肇民科技作为可比公司。从 PE 的角度看，23-25 年，四家公司平均估值为 44/34/21 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.8/10.2/12.8 亿元，yoy 为 34.0%/29.7%/25.4%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.9/1.3/1.7 亿元，CAGR 为 41.5%，对应 PE 为 19/14/10 倍。考虑到 2024 年可比公司平均估值为 34 倍，在我国新能源汽车市场快速增长的背景下，公司借势汽车轻量化趋势，公司“以塑代钢”高筑壁垒，与 T 公司紧密合作，叠加募投项目扩产，业绩有望高速增长。同时考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司 2024 年 17 倍 PE，对应目标价为 22.27 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
605228.SH	神通科技	47.16	11.10	0.11	0.19	0.23	0.42	79.92	58.42	48.26	26.43
603179.SH	新泉股份	217.39	44.61	0.97	1.55	2.17	2.82	39.86	28.74	20.55	15.80
603730.SH	岱美股份	196.68	15.47	0.61	0.63	0.78	0.95	26.58	24.58	19.95	16.29
603305.SH	旭升集团	244.41	26.19	1.05	1.08	1.50	1.92	30.65	24.24	17.44	13.67
平均值								44.25	43.58	34.41	21.12
833533.BJ	骏创科技	18.02	18.14	0.61	0.94	1.31	1.73	30	19	14	10

数据来源：iFinD，西南证券整理（数据截止日期 2023.7.10）

5 风险提示

宏观经济以及下游市场波动风险。如果未来全球宏观经济持续低迷，将对公司下游汽车行业市场需求造成不利影响，进而影响公司经营业绩。

行业竞争加剧风险。若公司不能在竞争中持续保持核心技术领先、产品更新迭代、服务质量优化，从而进一步加强核心竞争能力，提升市场份额，则可能对公司经营业绩形成不利影响。

主要客户集中风险。公司客户集中度较高，未来如果主要客户由于自身原因或宏观经济环境的重大不利变化减少对公司产品的需求或与公司的合作关系发生不利变化，而公司又不能及时拓展其他新的客户，将会对公司的经营业绩产生不利影响。

与 T 公司及其一级供应商合作被其他供应商替代风险。T 公司及其一级供应商系公司主要客户，虽然公司凭借自身竞争优势与 T 公司保持稳定合作且具有良好的发展趋势，但由于双方并无在合同中约定排他性或优先权，因此仍存在有其他供应商进入该行业并逐步替代公司的风险。

原材料价格上涨未能及时传导风险。如上游原材料价格上涨而公司的产品销售价格未能及时进行调整，则会对公司的经营业绩产生不利影响。

出口业务风险。如果公司主要产品进口国设置贸易壁垒、提高关税征收额度、开展反倾销、反补贴调查或实行其他贸易保护措施，将可能会造成发行人的境外销售收入下滑，从而对发行人经营业绩产生不利影响。

汇率变动风险。汇率波动引起的汇兑损益对公司业绩产生一定影响。如果未来汇率波动导致汇兑损失扩大，将对公司经营成果造成一定程度的不利影响。

募投项目产能消化风险。如果本次募集资金投资项目出现未能预料的市场环境变化等问题将可能出现销售不及预期导致新增产能无法消化、项目实施受阻等情形，进而影响募集资金投资项目实现的经济效益。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	585.56	784.56	1017.70	1276.03	净利润	61.35	94.14	131.08	173.75
营业成本	433.95	586.81	756.91	943.66	折旧与摊销	15.49	17.53	20.18	22.82
营业税金及附加	2.48	3.04	3.93	4.95	财务费用	-1.19	-3.33	-6.30	-8.20
销售费用	6.90	10.97	13.52	16.93	资产减值损失	-1.75	-0.50	-0.50	-0.50
管理费用	34.53	78.46	99.73	121.22	经营营运资本变动	-45.80	-35.82	-56.32	-56.70
财务费用	-1.19	-3.33	-6.30	-8.20	其他	19.19	3.69	4.23	3.34
资产减值损失	-1.75	-0.50	-0.50	-0.50	经营活动现金流净额	47.29	75.72	92.36	134.51
投资收益	-14.83	-3.00	-3.00	-3.00	资本支出	-5.25	-70.50	-70.50	-70.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-44.07	-6.54	-7.00	-7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-49.32	-77.04	-77.50	-77.50
营业利润	68.16	106.11	147.41	194.97	短期借款	-23.91	35.27	46.03	20.77
其他非经营损益	-0.30	-0.17	-0.19	-0.20	长期借款	-18.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.86	105.94	147.22	194.77	股权融资	93.88	0.00	0.00	0.00
所得税	6.51	11.80	16.15	21.03	支付股利	-11.04	-29.57	-43.97	-60.24
净利润	61.35	94.14	131.08	173.75	其他	11.44	1.47	6.40	8.30
少数股东损益	0.58	0.89	1.23	1.63	筹资活动现金流净额	52.24	7.17	8.45	-31.17
归属母公司股东净利润	60.77	93.26	129.85	172.12	现金流量净额	54.69	5.85	23.31	25.83
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	72.61	78.46	101.77	127.60	成长能力				
应收和预付款项	207.25	304.44	386.66	482.85	销售收入增长率	69.53%	33.98%	29.72%	25.38%
存货	75.42	103.87	133.40	167.07	营业利润增长率	125.73%	55.67%	38.92%	32.27%
其他流动资产	5.72	3.03	3.93	4.92	净利润增长率	134.05%	53.46%	39.23%	32.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	76.06%	45.90%	34.06%	29.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	121.35	122.90	122.88	121.30	毛利率	25.89%	25.20%	25.63%	26.05%
无形资产和开发支出	7.85	60.58	112.23	162.79	三费率	6.87%	10.97%	10.51%	10.18%
其他非流动资产	40.70	43.40	46.09	48.79	净利率	10.48%	12.00%	12.88%	13.62%
资产总计	530.91	716.68	906.97	1115.34	ROE	23.17%	28.77%	31.63%	32.92%
短期借款	95.97	131.23	177.26	198.03	ROA	11.56%	13.14%	14.45%	15.58%
应付和预收款项	153.53	241.09	297.26	370.27	ROIC	20.93%	24.08%	25.16%	26.43%
长期借款	2.67	2.67	2.67	2.67	EBITDA/销售收入	14.08%	15.33%	15.85%	16.43%
其他负债	13.98	14.44	15.43	16.52	营运能力				
负债合计	266.15	389.44	492.62	587.48	总资产周转率	1.28	1.26	1.25	1.26
股本	55.20	99.36	99.36	99.36	固定资产周转率	5.08	6.71	8.65	10.92
资本公积	91.58	47.42	47.42	47.42	应收账款周转率	3.47	3.17	3.06	3.04
留存收益	115.85	179.54	265.41	377.29	存货周转率	6.28	6.43	6.30	6.20
归属母公司股东权益	264.72	326.32	412.19	524.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.13%	—	—	—
少数股东权益	0.04	0.92	2.16	3.79	资本结构				
股东权益合计	264.76	327.24	414.35	527.85	资产负债率	50.13%	54.34%	54.31%	52.67%
负债和股东权益合计	530.91	716.68	906.97	1115.34	带息债务/总负债	37.06%	34.38%	36.52%	34.16%
					流动比率	1.41	1.29	1.30	1.36
					速动比率	1.12	1.02	1.02	1.07
					股利支付率	18.17%	31.70%	33.87%	35.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	82.46	120.31	161.29	209.60	每股收益	0.61	0.94	1.31	1.73
PE	29.68	19.34	13.89	10.48	每股净资产	2.66	3.28	4.15	5.27
PB	6.81	5.53	4.38	3.44	每股经营现金	0.48	0.76	0.93	1.35
PS	3.08	2.30	1.77	1.41	每股股利	0.11	0.30	0.44	0.61
EV/EBITDA	12.17	15.21	11.47	8.78					
股息率	0.61%	1.64%	2.44%	3.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn	
巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn	
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn