

兴瑞科技 (002937.SZ) 模具为核，精耕细作的精密件厂商

2020 年 07 月 16 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

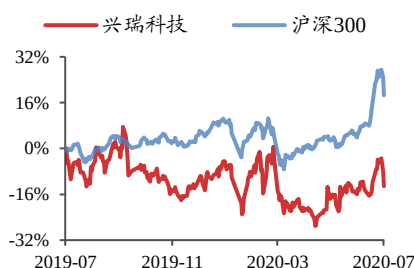
刘翔（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

日期	2020/7/16
当前股价(元)	14.59
一年最高最低(元)	18.68/11.84
总市值(亿元)	42.95
流通市值(亿元)	14.00
总股本(亿股)	2.94
流通股本(亿股)	0.96
近 3 个月换手率(%)	313.51

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 具备强大模具开发能力的精密件厂商，绑定优质客户一同成长

模具设计与生产能力是精密件厂商的核心竞争点。公司深耕模具领域 20 年，具备强大的模具开发能力，能在短时间内响应客户的定制化需求。公司借此核心竞争力，跟随原消费电子领域优质客户如松下、汤姆逊等成功开拓汽车电子、智能终端市场，实现业务的转型升级及营收的持续增长。智能终端和汽车电子行业长期前景向好，公司有望深度受益。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.39/2.03/2.70 亿元，对应 EPS 为 0.47/0.69/0.92 元，当前股价对应 PE 为 31.0/21.2/15.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 优秀的企业文化和价值观赋能企业经营，打造“高效且幸福”的企业

公司在 2014 年启动精益生产，并导入阿米巴经营核算体系。先进经营哲学的实践，使公司拥有行业领先的营运效率和利润率水平。此外，公司围绕“家文化”思想体系，开展一系列企业文化活动，增强员工幸福感。公司通过员工持股平台将员工与企业利益牢牢绑定，保证了经营策略的有效实施和战斗力的稳定输出。

● 海外产能建设基本完毕，有望在下半年开启投产

公司顺应全球制造业产业链转移潮流，跟随客户在越南及印尼建设工厂。印尼工厂已投产，满足智能终端零组件 700 万套的产能需求。“越南兴瑞”将实施募投项目中“年产 1000 万套 RF-Tuner、1000 万套散热件”部分，随着客户工厂认定的落地，近期有望逐步释放产能。公司海外工厂的逐步投产，将缓解公司在中美贸易摩擦中承受的压力，长远看将降低营运成本，提升公司的整体竞争力。

● 借由 BDU 项目有望实现向下垂直升级，打开新增长空间

公司正与松下合作开发新能源汽车 BDU 零组件，标志着公司由定制化零组件逐渐向定制化模组发展，是公司垂直一体化发展道路上重要一步，或为公司成长为系统化方案提供商打下基础。

● **风险提示：**疫情持续，海外需求疲软；海外工厂投产不及预期；BDU 等相关新产品开发不及预期；汇率波动。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,018	1,023	1,100	1,504	1,990
YOY(%)	15.9	0.5	7.5	36.7	32.3
归母净利润(百万元)	110	138	139	203	270
YOY(%)	30.9	26.0	0.4	46.0	33.4
毛利率(%)	27.8	28.6	29.0	29.6	30.2
净利率(%)	10.8	13.5	12.6	13.5	13.6
ROE(%)	13.1	15.0	13.5	17.6	20.1
EPS(摊薄/元)	0.37	0.47	0.47	0.69	0.92
P/E(倍)	39.2	31.1	31.0	21.2	15.9
P/B(倍)	5.1	4.7	4.2	3.7	3.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、与优质客户一同成长的精密零部件厂商.....	4
1.1、以模具技术为核心，精密件产品主要覆盖三大应用领域.....	4
1.2、强同步研发能力，协同优质客户转型成长.....	5
1.2.1、协同客户成功转型，智能终端和汽车电子产品线驱动业绩成长.....	5
1.2.2、深度绑定海外龙头客户，协同作战能力强大.....	7
1.3、追求精益生产的“幸福企业”，经营哲学和价值观赋能公司经营.....	8
1.3.1、精益生产助力企业经营效率提升.....	8
1.3.2、致力打造“幸福企业”，员工持股与企业同呼吸共命运.....	10
2、乘万物互联东风，公司智能终端业务有望持续增长.....	11
2.1、智能终端市场日渐庞大，拓展品类逻辑可行度高.....	11
2.2、顺应产业链转移，公司募投海外工厂投产在即.....	14
3、汽车电子行业面临机遇，公司产品前景广阔.....	15
3.1、汽车电子化为长期趋势，公司有望持续受益.....	15
3.2、BDU项目有望带来新增量，公司或将借此实现模组化的垂直升级.....	19
4、盈利预测与投资建议.....	19
4.1、核心假设.....	19
4.2、盈利预测与投资建议.....	19
3、风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1：公司以模具为核心的工艺流程和业务模式.....	4
图 2：公司精密件产品覆盖多个下游应用领域.....	5
图 3：公司跟随客户实现业务转型.....	6
图 4：公司营收在疫情前保持增长.....	6
图 5：公司净利润在疫情前保持高速增长.....	6
图 6：智能终端和汽车电子产品线营收占比不断提升.....	7
图 7：公司毛利率水平稳步提升.....	9
图 8：公司净利率水平行业居前.....	9
图 9：2019 年公司期间费用率可比公司中最低.....	9
图 10：公司管理费用率控制水平优异.....	9
图 11：公司存货周转天数行业居前.....	9
图 12：公司固定周转率水平行业居前.....	9
图 13：公司具有完善的价值观.....	10
图 14：公司股份由多个员工持股平台持有.....	10
图 15：智能家居机顶盒组成.....	11
图 16：ARRIS 产品举例.....	12
图 17：网售多款 Wi-Fi 6 路由器产品.....	13
图 18：IDC 预计 2019 年后 Wi-Fi 6 产品份额将大幅提升.....	13
图 19：2016-2019 年全球智能音箱出货量统计.....	14
图 20：我国智能音箱渗透率仍较低.....	14

图 21: 汽车电子系统功能多样且日益复杂.....	15
图 22: 全球与中国汽车电子市场规模预计将持续扩大.....	15
图 23: 汽车电子在整车中的价值占比	16
图 24: 新能源车型电子零部件成本占比高于传统汽车	16
图 25: 新能源车型销量预计不断提升	16
图 26: 电动汽车销量占比将持续提升	16
图 27: 全球连接器市场规模	17
图 28: 汽车是全球连接器市场的第一大应用领域.....	17
图 29: 公司生产的整流桥和调节器用嵌塑部件	18
图 30: 嵌塑零部件受市场影响营收下行	18
图 31: 典型的纯电动汽车高压部件连接关系示意图	19
表 1: 公司客户实力雄厚	7
表 2: 经营生产哲学有四大特点	8
表 3: Wi-Fi 标准不断升级.....	12
表 4: 公司客户 JDI、SHARP 和 LG DISPLAY 占据市场 40%出货量	18
表 5: 公司预测市盈率水平与可比公司接近.....	20

1、与优质客户一同成长的精密零部件厂商

公司成立于 2001 年 12 月 27 日，系由宁波兴瑞电子科技有限公司整体变更设立的股份有限公司。公司成立以来深耕精密制造业，以模具开发制造为技术核心，为下游客户提供连接器、屏蔽罩、散热片、支撑件、外壳、调节器和整流桥等精密电子零部件产品。2018 年 9 月，公司于深交所中小板上市。

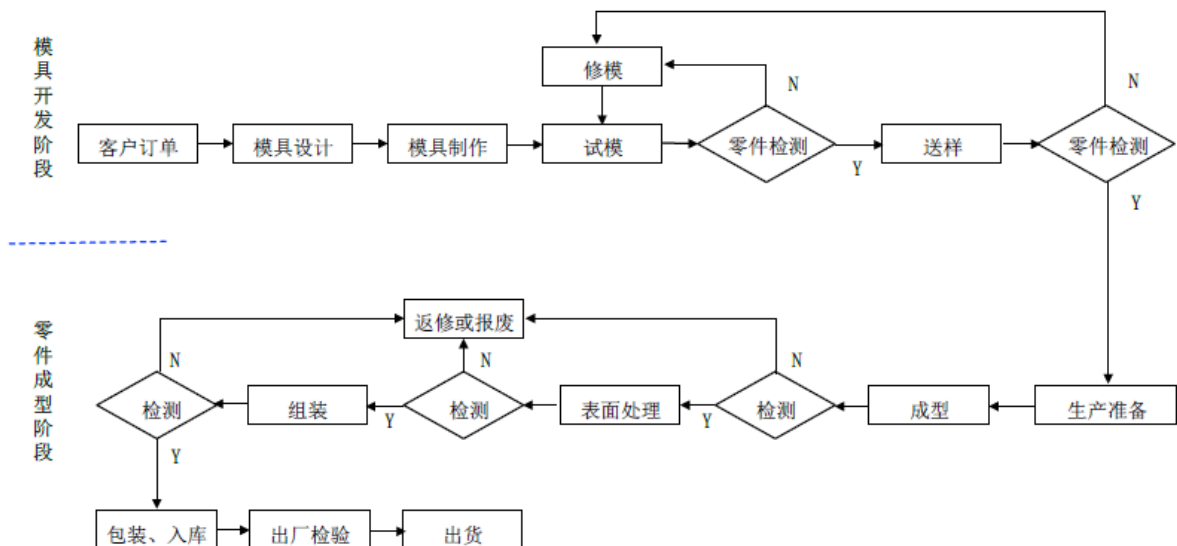
1.1、以模具技术为核心，精密件产品主要覆盖三大应用领域

模具设计与生产能力是精密件厂商的核心竞争点。首先，精密制造元器件对产品品质要求极高，在尺寸、加工精密度、生产效率、环境适应性以及产品性能等各方面都有严格的要求，这无疑对产品模具的设计制造提出极高要求。其次精密电子零部件种类繁多，非标准化程度高，产品更新迭代周期快。精密件厂商需拥有与客户协同设计、快速开发模具、快速投产的能力。因此，精密件厂商在很大程度上竞争的是模具的设计开发能力。

公司在模具行业深耕 20 年，具备深厚的模具开发技术和生产能力。公司自成立以来一直致力于精密模具和精密电子零部件的技术研究和工艺探索。经过多年的积累，公司精密模具智能制造及新材料新工艺应用等领域掌握了核心技术，同时培养了一支深厚丰富具备实战经验的管理队伍和高级技工队伍。

公司产品的生产模式具有“带件生产”、“定制化生产”和“以销定产”的特点，即：公司根据客户的定制化需求，为客户设计开发模具，并利用相关模具，按照客户订单生产相应的零部件产品。在模具开发阶段，公司依托自身的技术优势和设备优势，能够快速地完成模具的设计和制造，复杂模具制造周期平均 18-25 天之间，具有一定的竞争优势。

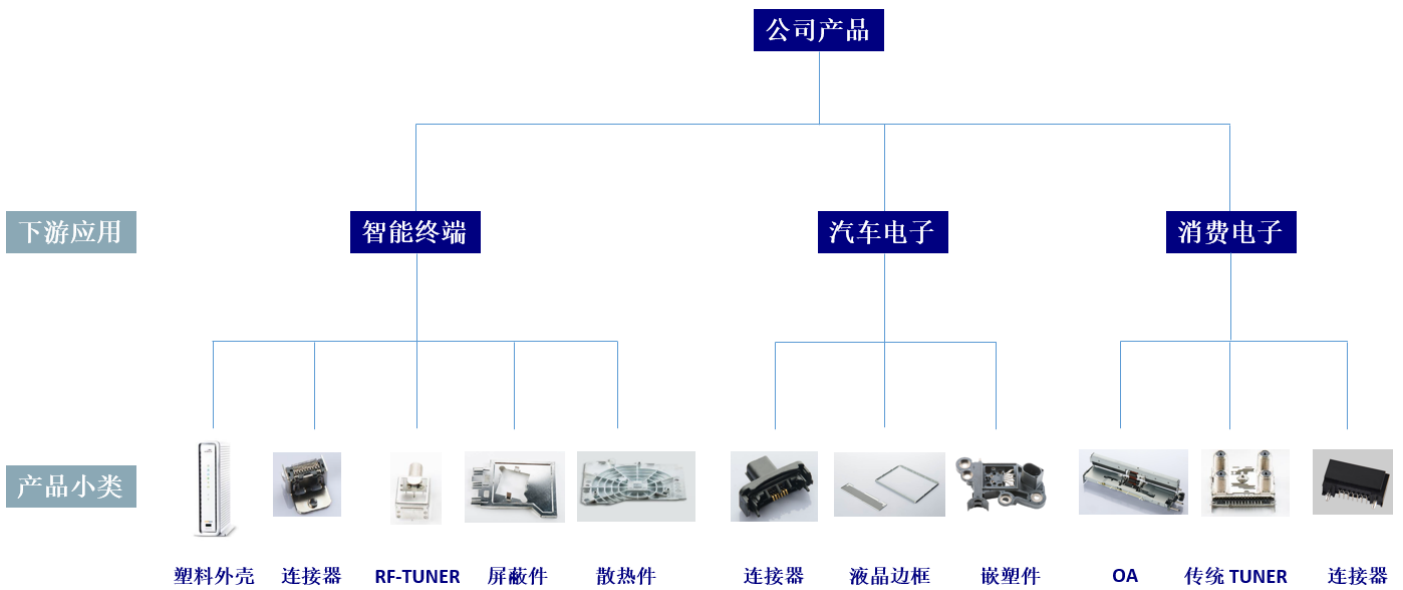
图1：公司以模具为核心的工艺流程和业务模式



资料来源：公司招股书

公司始终以精密、低成本、快速反应的模具制造为核心，与客户同步设计，采用精密注塑/冲压和自动化组装等先进技术，为客户提供连接器、屏蔽罩、散热片、支撑件、外壳、调节器和整流桥等精密电子零部件产品及模具产品，产品下游涵盖智能终端、汽车电子、消费电子等领域。

图2：公司精密件产品覆盖多个下游应用领域



资料来源：公司官网、公司招股书、开源证券研究所

1.2、强同步研发能力，协同优质客户转型成长

1.2.1、协同客户成功转型，智能终端和汽车电子产品线驱动业绩成长

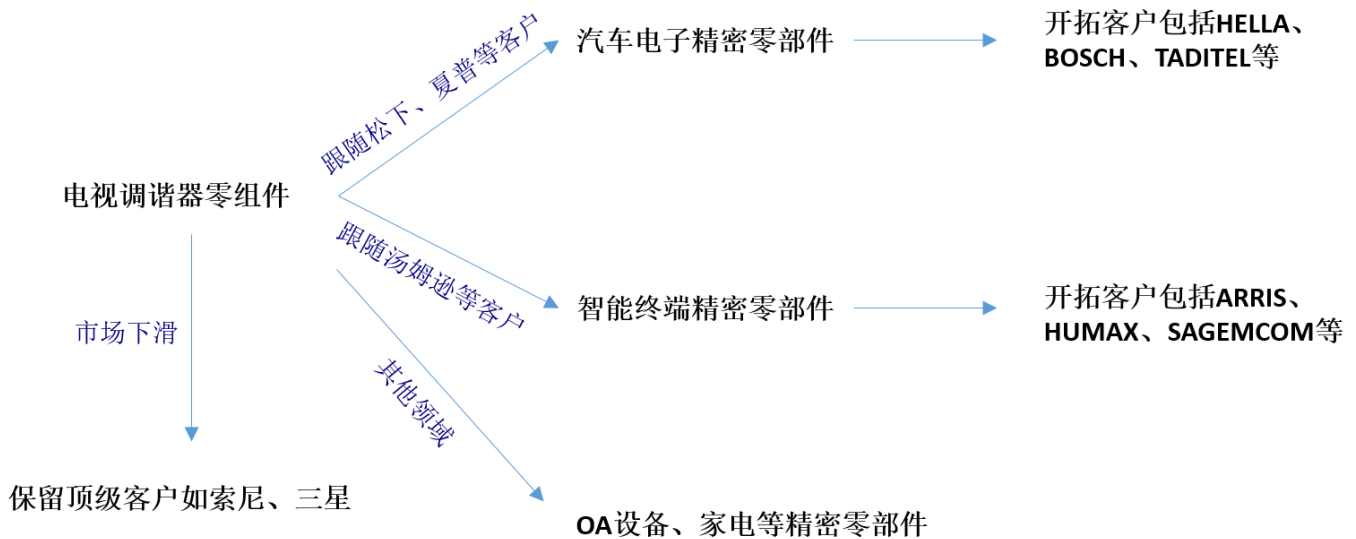
公司成立伊始主要经营电视调谐器（TV Tuner）相关零组件，上世纪 90 年代中期，公司同松下、索尼、夏普等日本公司建立代工关系从而获得飞速发展，一度成为全球电子调谐器零组件制造商中的隐形冠军。2010 年前后，数字电视飞速发展，传统的 TV Tuner 逐步被 IC Tuner 所替代，TV Tuner 产品需求快速下滑，公司此时也面临转型升级。

依靠与终端客户长期合作建立的深厚关系，以及公司的模具优势、生产制造优势与完善的产品品质体系，公司跟随电视调谐器客户实现同步转型，顺利切入汽车电子领域及家庭智能终端领域。

公司跟随原电视调谐器客户如汤姆森等转向了智能终端机顶盒业务。公司已在塑料外壳、调谐器组品、屏蔽片、散热片等方面与客户开展了全面合作。其中 TECHNICOLOR（特艺，前身是汤姆森，全球第二大机顶盒厂商）在 2018 年上半年已经成为公司的第一大客户。

公司跟随原电视调谐器客户如松下、夏普、JDI、ALPS 等进入汽车电子业务，专注汽车电子连接器和电子部件的精密零件。自 2012 年起，公司充分利用市场开拓能力，开发了更多的汽车电子业务的客户，如 HELLA、BOSCH、TADITEL 等行业龙头。

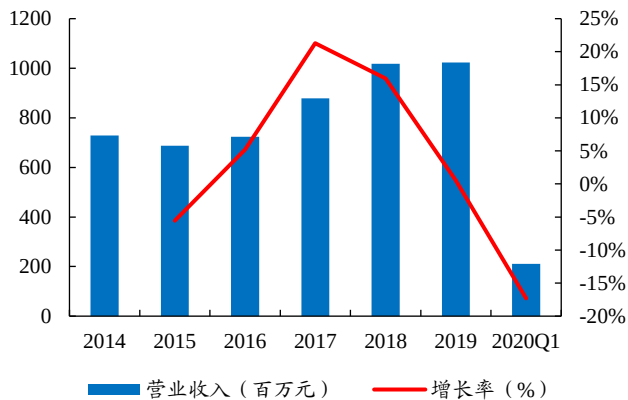
图3: 公司跟随客户实现业务转型



资料来源：公司官网、公司招股书、开源证券研究所

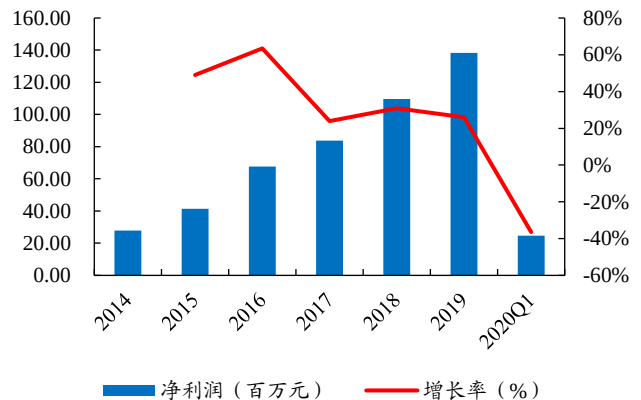
实现转型发展后，公司营收和净利润持续快速增长。在公司的高效运营之下，2014-2019年5年间的净利润CAGR高达37.86%。至2019年，公司实现10.23亿元的营业收入以及1.38亿元的净利润规模。受疫情影响，公司2020年第一季度营收为2.11亿元，同比下降17.31%，第一季度净利润为2460万元，同比下降36.14%。目前公司复工复产情况良好，后续几个季度有望恢复平稳生产。

图4: 公司营收在疫情前保持增长



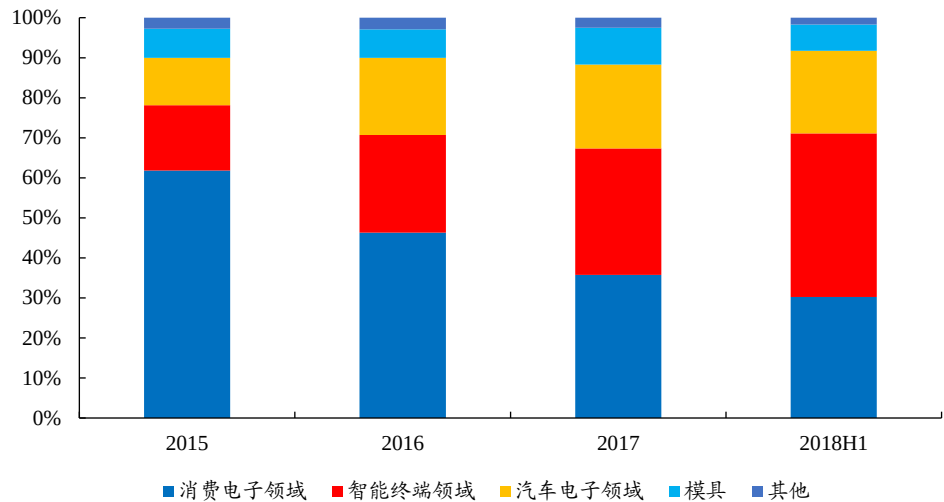
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5: 公司净利润在疫情前保持高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

随着公司战略重点转移至智能终端和汽车电子业务，公司营收结构随之发生重大变化，传统消费电子（主要为电视调谐器）产品营收占比不断下降，智能终端产品线和汽车电子产品线营收占比不断提升。目前公司智能终端产品线营收约占50%，汽车电子产品占营收约占20%。

图6：智能终端和汽车电子产品线营收占比不断提升


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2.2、深度绑定海外龙头客户，协同作战能力强大

公司 2019 年 40% 营业收入来自海外，终端客户主要为海外行业龙头，客户质量优异。由于电子行业的供应商较为稳定，长期配套海外龙头客户验证了公司强大的同步研发能力、快速响应能力以及完善的质量管理体系，未来有望持续受益优质的客户资源。

表1：公司客户实力雄厚

产品领域	客户	行业地位	向公司采购的产品
智能终端	TECHNICOLOR	全球智能终端四大消费电子类生产商之一	机顶盒精密电子结构件（屏蔽罩、散热片等）
	ARRIS （已被 COMMSCOPE 收购）	机顶盒领域全球排名第一	机顶盒相关产品
	SAGEMCOM	全球领先的智能终端供应商	智能终端领域相关产品
	工业富联	全球领先的智能终端 OEM 代工厂	智能终端领域相关产品
	和硕	全球领先的智能终端 OEM 代工厂	智能终端领域相关产品
	仁宝电脑	全球领先的智能终端 OEM 代工厂	机顶盒精密结构件
汽车电子	HELLA	全球汽配供应商 top40	油门踏板连接器
	BOSCH	全球第一大汽车技术供应商	整流桥、调节器等嵌塑件
	SHARP	全球排名前五的电视生产商	汽车液晶边框及相关连接器
	PANASONIC	全球领先的电子产品制造商	汽车电子零部件
	ALPS	全球知名的电子产品制造商	汽车电子连接器
消费电子	SAMSUNG	全球最大的电视、手机、显示器生产商	电视调谐器零组件
	SHARP	全球排名前五的电视生产商	电视调谐器零组件
	LG	全球领先的电子产品制造商	电视调谐器零组件
	SONY	全球性的大型电子和通信企业	电视调谐器零组件、液晶显示器结构件

资料来源：公司招股书、公司年报、开源证券研究所

1.3、追求精益生产的“幸福企业”，经营哲学和价值观赋能公司经营

1.3.1、精益生产助力企业经营效率提升

公司在 2014 年全面启动精益生产，并在 2015 年导入阿米巴经营核算体系，并致力于技术升级，打造“智能制造”工厂，不断提升核心竞争力。

精益生产（Lean Production）是衍生自丰田生产方式的一种管理哲学。精益生产方式是彻底地追求生产的合理性、高效性，能够灵活地生产适应各种需求的高质量产品的生产技术和管

表2：经营生产哲学有四大特点

精益生产特点	描述
拉动式准时化生产	以最终用户的需求为生产起点，强调物流平衡，追求零库存，要求上一道工序加工完的零件立即可以进入下一道工序。
全面质量管理	强调质量是生产出来而非检验出来的，由生产中的质量管理来保证最终质量。生产过程中对质量的检验与控制在每一道工序都进行。
团队工作法	每位员工在工作中不仅是执行上级的命令。更重要的是积极地参与，起到决策与辅助决策的作用。组织团队的原则并不完全按行政组织来划分，而主要根据业务的关系来划分。
并行工程	在产品的设计开发期间，将概念设计、结构设计、工艺设计、最终需求等结合起来，保证以最快的速度按要求的质量完成。各项工作由与此相关的项目小组完成。

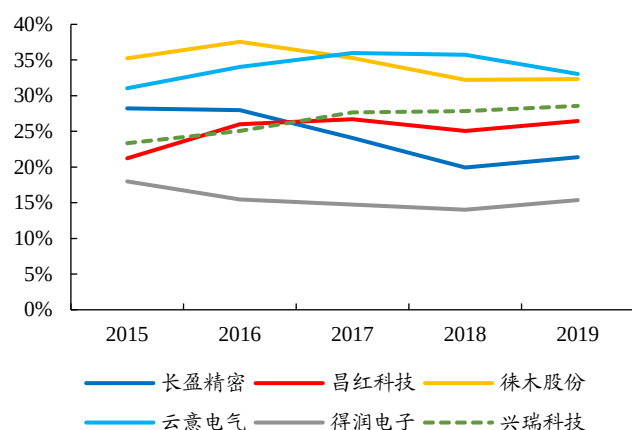
资料来源：百度百科、开源证券研究所

阿米巴经营核算体系是“经营之圣”稻盛和夫独创阿米巴经营方式。阿米巴核算体系是指将组织分成小的集团，通过与市场直接联系的独立核算制进行运营，培养具有管理意识的领导，让全体员工参与经营管理，从而实现“全员参与”的经营方式。

此外，公司充分利用现代化信息管理工作，建立了企业“数字化集成管理”体系，将 SAP、MES、CAPP、WMS、APS 与自身的生产流程和工艺特点相结合，构建了一个面向公司全生命周期的信息化平台，满足了公司采购、生产、销售和研发的全业务链管理，并向智能制造推进。

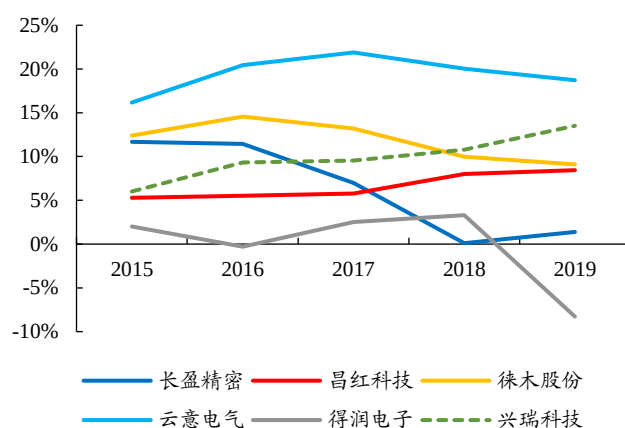
在这些经营理念及管理方法的指导下，公司经营与营运效率与同类企业相比有显著优势。公司 2015 年以来毛利率稳步提升，至 2019 年，公司毛利率、净利率分别达 23.35%及 13.51%，在可比上市公司中排名前列。公司经营效率高，期间费用率控制良好。2019 年公司期间费用率为五家可比公司中最低。

图7: 公司毛利率水平稳步提升



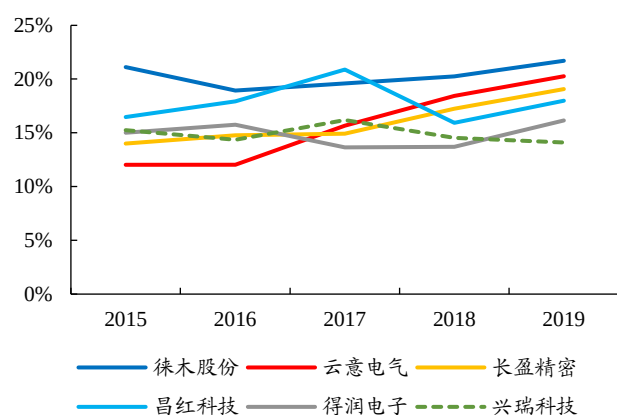
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 公司净利率水平行业居前



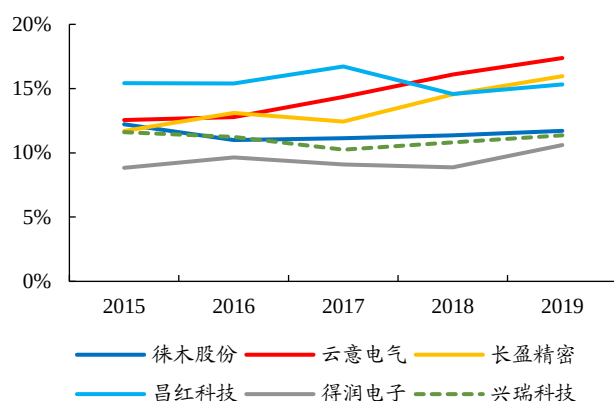
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2019 年公司期间费用率可比公司中最低



数据来源: Wind、开源证券研究所

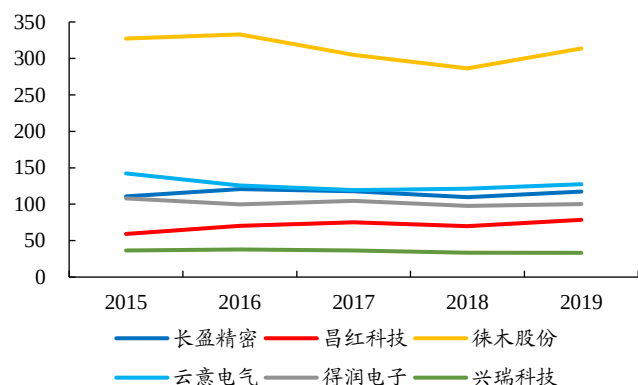
图10: 公司管理费用率控制水平优异



数据来源: Wind、开源证券研究所

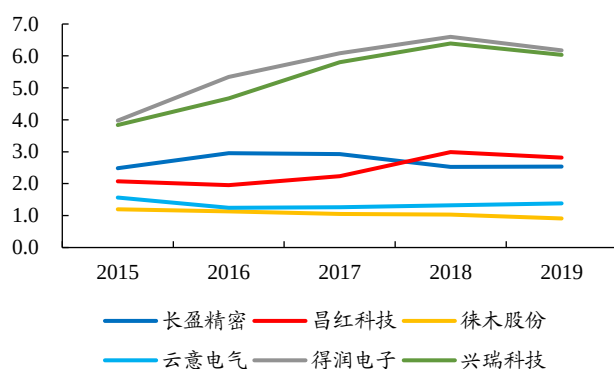
公司拥有极为优秀的营运能力。存货周转天数仅为 33 天, 显著低于其他可比上市公司。固定资产周转率也位于行业内领先位置。

图11: 公司存货周转天数行业居前



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 公司固定周转率水平行业居前

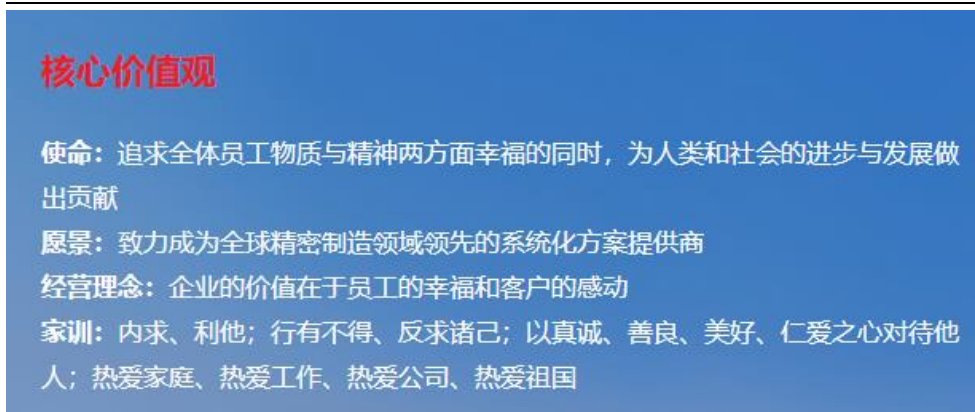


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3.2、致力打造“幸福企业”，员工持股与企业同呼吸共命运

公司拥有优秀的企业文化和完善的企业价值观，指导公司在员工福利、社会责任方面做出了卓越的表现。公司围绕“家文化思想体系，哲学实践思想体系，经营实学体系，阿米巴经营体系”四大支柱，开展形式多样的企业文化活动，形成了具有兴瑞科技特色的企业文化，公司内外部关系和谐，积极，员工幸福感较强。

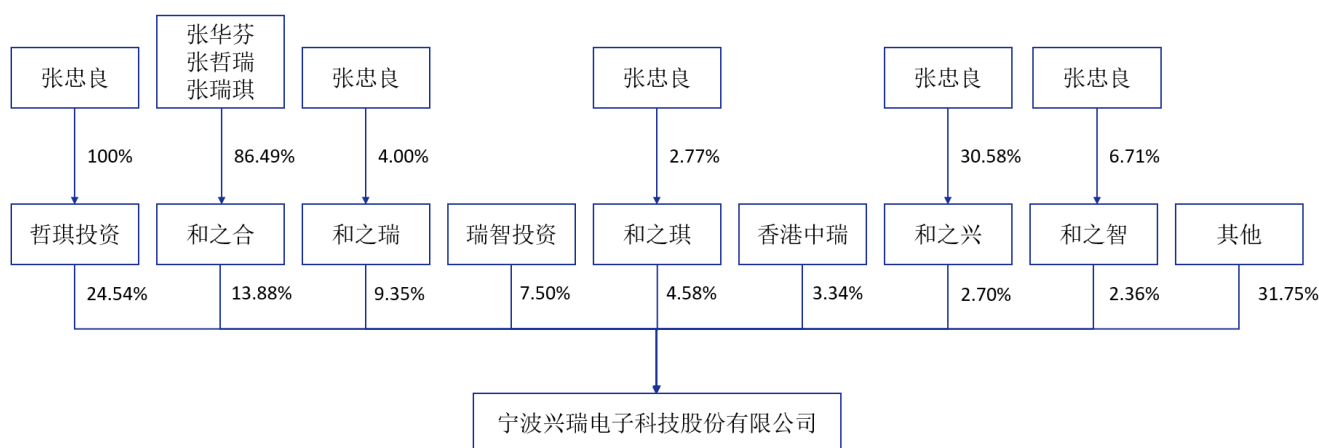
图13：公司具有完善的价值观



资料来源：公司官网

公司的股权结构也在一定程度上反映了“幸福企业”的理念，和之瑞、和之琪、和之智、和之兴为发行人的员工持股平台。和之瑞、和之琪、和之智、和之兴分别持有公司 9.35%、4.58%、2.36%、2.70%的股权，合计持有公司股权占比 18.99%。公司通过这样的股权结构，将员工与企业利益牢牢绑定，使得核心团队稳定，保证了经营策略的有效实施和战斗力的稳定输出。截至 2019 年期末，公司员工持股平台股权激励人数约 140 人，公司 10 年以上（含）在职员工为 651 人，占比 23.53%，拥有成熟稳定的经营管理团队。

图14：公司股份由多个员工持股平台持有



资料来源：Wind、开源证券研究所

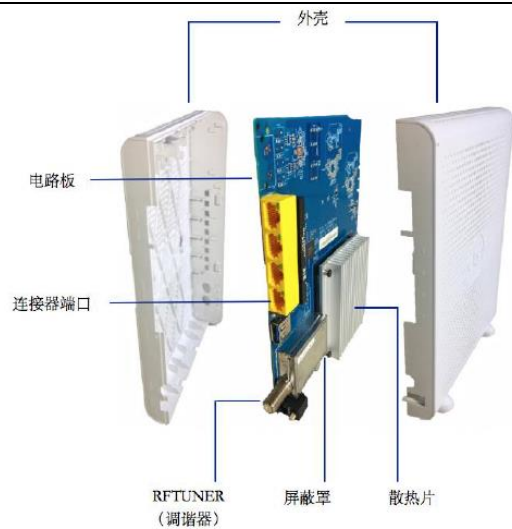
2、乘万物互联东风，公司智能终端业务有望持续增长

2.1、智能终端市场日渐庞大，拓展品类逻辑可行度高

智能终端业务现已成长为公司的支柱性业务。公司所配套的智能终端产品主要集中在家庭应用场景，最主要产品为智能家居机顶盒的相关精密零配件。

机顶盒主要由外壳、调谐器组件、屏蔽罩、散热件、连机器端口、电路板等部分组成，一个机顶盒通常包括 1 套机顶盒外壳，1 套 RFTUNER（调谐器）组件、2~5 个屏蔽片、1~2 个散热件、1 个电路板等。除电路板以外，公司已经能够为机顶盒实现其余全部零部件的配套。

图 15：智能家居机顶盒组成



资料来源：公司招股书

根据 GrandView Research 数据，2020 年全球机顶盒市场空间 211.5 亿美元，至 2027 年有望增长至 269.6 亿美元，将保持 CAGR 为 3.5% 的平稳增长。目前全球行业排名靠前的企业中已有四家成为发行人的战略合作伙伴，分别为 ARRIS（已被 COMMSCOPE 收购）、TECHNICOLOR、HUMAX 和 SAGEMCOM。公司有望分享行业持续增长带来的红利。

此外，凭借着优质的客户资源，公司也正在往智能网关、Wi-Fi 6 及智能音箱等产品拓展。例如，目前公司 Wi-Fi 信号增强器相关零组件产品主要供给公司重要客户 SAGEMCOM，约占其全部采购量的 10% 左右。

随着 5G 通讯、AI 等技术的日益成熟，新的智能终端产品层出不穷。公司有望凭借优质的客户资源和强大的协同研发能力实现拓展品类的逻辑，创造出新的增长点。以公司大客户 ARRIS 为例，其拥有丰富的智能终端产品线，除机顶盒外还有家庭网关、调制解调器、无线路由器等。公司若能持续切入这些品类，未来营收增量可期。

图16: ARRIS 产品举例


资料来源: Arris 官网

根据公司目前的产品布局,未来或有望在 Wi-Fi 6 产品及智能音箱相关产品上获得发展。

(一) Wi-Fi 6 相关产品

在 2019 年 9 月 16 日, Wi-Fi 联盟宣布正式启动 Wi-Fi6 认证计划。Wi-Fi6 认证计划的出现,标志着新一代 Wi-Fi 信号的到来。

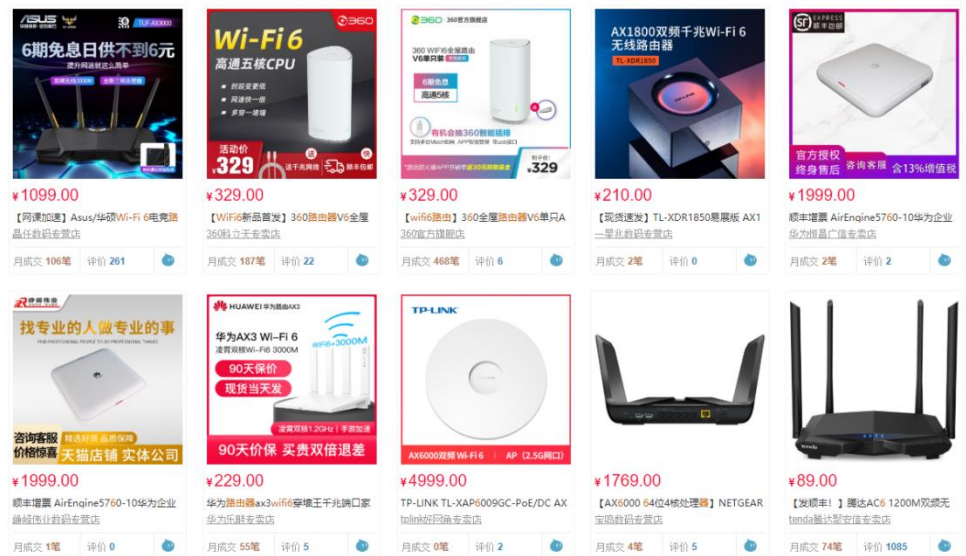
表3: Wi-Fi 标准不断升级

发布时间	标准	代际	最大连接速率
1999	802.11b	Wi-Fi 1	1 – 11 Mbit/s
1999	802.11a	Wi-Fi 2	1.5 – 54 Mbit/s
2003	802.11g	Wi-Fi 3	3 – 54 Mbit/s
2009	802.11n	Wi-Fi 4	72-600 Mbit/s
2014	802.11ac	Wi-Fi 5	433 – 6933 Mbit/s
2019	802.11ax	Wi-Fi 6	600-9608 Mbit/s

资料来源: 小熊派开源社区、开源证券研究所

作为新一代无线网络技术, Wi-Fi6 最大特点为速度快、低延时、抗干扰以及强续航。Wi-Fi6 在 160MHz 信道宽度下, 单流最快速率为 1201Mbit/s, 理论最大数据吞吐量 9.6Gbps, 是 Wi-Fi5 的 1.4 倍, 是 Wi-Fi4 的 8 倍。数据统计显示, Wi-Fi6 平均延迟降低为: 20ms, Wi-Fi5 平均延迟是 30ms; 引入 4GLTE 的小区空间复用技术 (SR), 大幅降低 AP 之间的相互干扰, 提升接入容量和稳定性; 加入节电管理技术 TWT (目标唤醒时间), 减少多设备无序竞争信道的情况, 增加睡眠时间, 提高设备电池寿命。

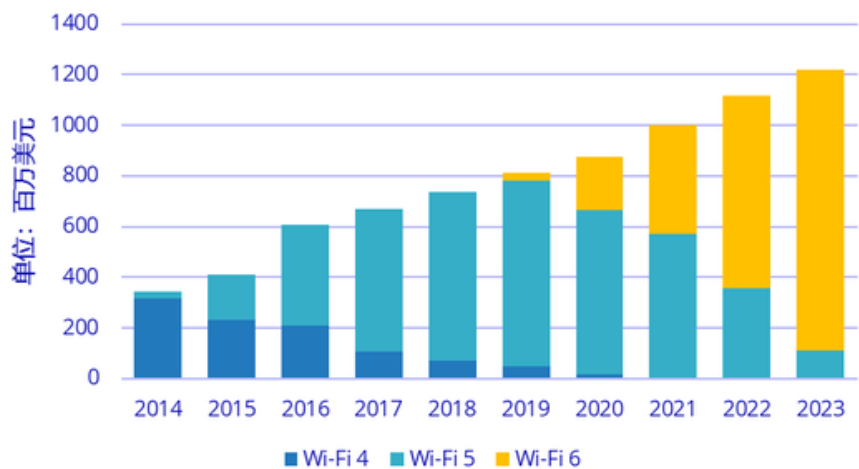
图17: 网售多款 Wi-Fi 6 路由器产品



资料来源: 天猫商城

据 IDC 预测, 2020 年是 Wi-Fi 6 进军市场的第一个完整元年, 将会在上一代产品增速放缓的市场背景下给予无线市场一剂强心针。IDC 预计在 2020 年, Wi-Fi 6 将在无线市场中大放异彩, 仅在中国市场的规模就将接近 2 亿美元。

图18: IDC 预计 2019 年后 Wi-Fi 6 产品份额将大幅提升

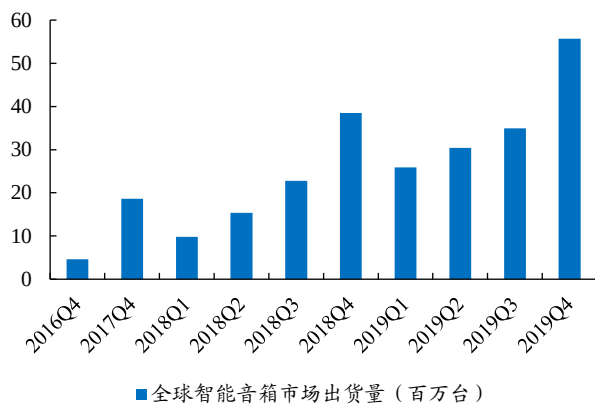


资料来源: IDC

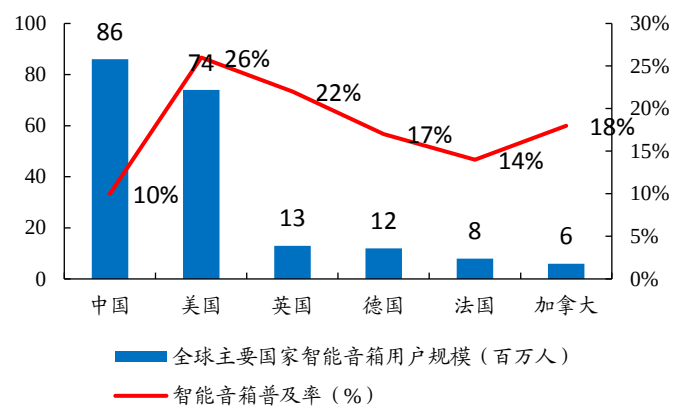
(二) 智能音箱

智能音箱是音箱升级的产物, 是家庭消费者用语音进行上网的工具, 比如点播歌曲、上网购物, 或是了解天气预报; 它也可以对智能家居设备进行控制, 比如打开窗帘、设置冰箱温度、提前让热水器升温等。

2014 年起各大厂商相继推出智能音箱, 亚马逊、谷歌占市场主导地位。2019 年全年全球智能音箱出货量达 1.47 亿台, 同比增长 69.83%, 全球智能音箱市场规模近 119 亿美元。2019 年美国智能音箱普及率达 26%, 位居全球第一, 中国智能音箱用户规模近 0.86 亿人, 普及率只有 10%, 未来仍有较大发展空间。

图19: 2016-2019 年全球智能音箱出货量统计


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图20: 我国智能音箱渗透率仍较低


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

据前瞻产业研究院数据, 2019 年全球智能音箱市场规模近 119 亿美元, 未来将继续保持高速增长。

公司以模具技术为核心, 绑定优质客户, 产品已经成功地从消费电子领域拓展至智能终端领域和汽车电子领域。展望未来, 公司有望搭乘万物互联及智能 AI 的东风, 在智能终端领域内持续开拓新品类, 不断创造新的业绩增长点。

2.2、顺应产业链转移, 公司募投海外工厂投产在即

随着中美贸易摩擦的影响及国内制造成本的快速增长, 公司主要客户及其代工厂国际转移的趋势日益明显, 公司终端客户及其代工厂在越南的生产和销售金额呈现快速增长的趋势。

为应对上述因素影响, 公司跟随富士康、仁宝、和硕等客户进行了产能转移。公司在 2018 年 11 月公告称拟设立子公司“越南兴瑞”, 由其实施募投项目中“年产 1000 万套 RF-Tuner、1000 万套散热件”部分。目前该项目已于 2019 年底建设完毕, 原定于 2020 年二季度正式投产。受疫情影响, 正式开工时间有所后移。据公司答投资者问, 越南公司已经具备开工能力, 工厂获得政府部门消防及报建等相关认可手续, 随着客户工厂认定的落地, 近期会逐步释放产能。越南基地预计产能将在 2022 年达到饱和。公司增资新加坡子公司 CPTS, 并在印尼 BATAM 岛建立生产基地, 2019 年 5 月 24 日已正式开始投入生产。据公司公告, 印尼工厂供给和硕做配套, 满足智能终端零组件 700 万套的产能需求, 一期已经投产。

公司跟随终端客户及代工厂就近设厂, 竞争力得到有效提升。公司智能终端机顶盒产品中的塑料外壳、中大型冲压件等产品的运输成本和包装成本占总成本的比较高, 公司跟随终端客户及代工厂就近设厂, 有利于降低运输成本和包装成本; 同时, 也有便于加强与客户的沟通, 提升相应的服务质量, 从而从整体上降低运营成本, 提升公司的整体竞争力。

此外, 公司主要产品之消费电子 OA 产品呈现稳定的趋势, OA 市场的兄弟公司、京瓷公司、富士施乐、佳能公司等越南都建立了一定规模的生产工厂, 东南亚 OA 市场格局已经初步形成, 公司适时布局, 未来有望在 OA 产品上进一步发展。

3、汽车电子行业面临机遇，公司产品前景广阔

3.1、汽车电子化为长期趋势，公司有望持续受益

汽车电子是车体汽车电子控制装置和车载汽车电子控制装置的总称。汽车电子最重要的作用是提高汽车的安全性、舒适性、经济性和娱乐性。

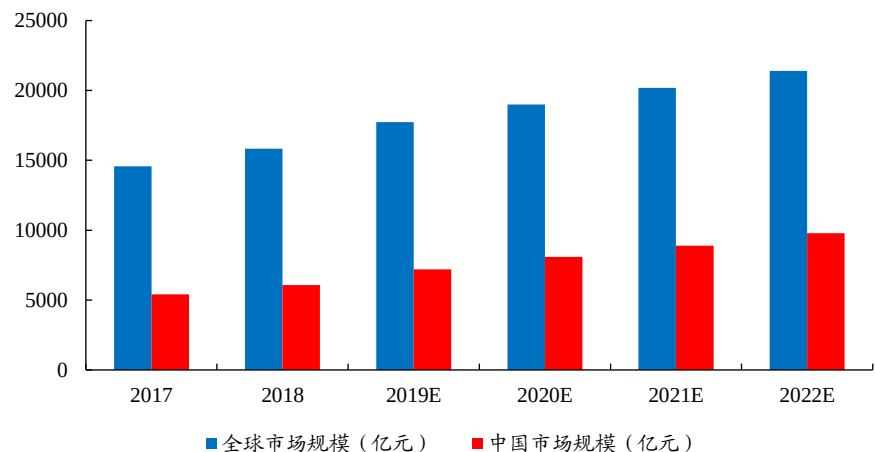
图21：汽车电子系统功能多样且日益复杂



资料来源：前瞻产业研究院

全球汽车电子市场规模在过去几年快速提升，根据赛迪智库数据，2018 年全球汽车电子市场规模已达 15,833 亿元。预计到 2022 年，全球汽车电子市场规模可达 21,399 亿元。

图22：全球与中国汽车电子市场规模预计将持续扩大



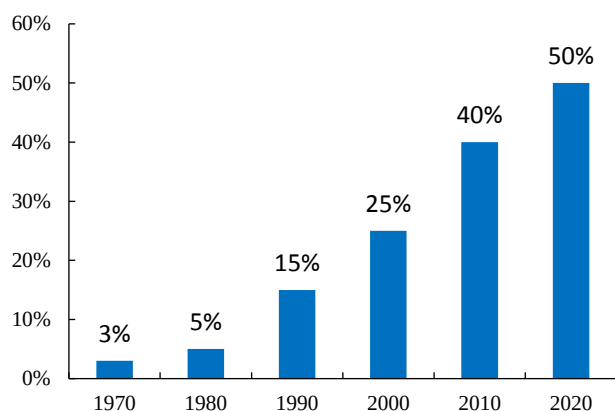
数据来源：赛迪智库、开源证券研究所

未来汽车电子市场规模仍将不断扩大，主要原因有二：

首先是汽车电子的单车使用价值量将不断提升。汽车电子化是用来开发新车型，改进汽车性能最重要的技术措施。随着自动驾驶、物联网、AI 等技术的发展，未来汽车的发展方向是智能化、联网化，这些趋势将提升单车汽车电子的价值量。过去几十年，汽车电子的成本占比已由 1970 年的 3%，提升到了 2020 年的 50%。

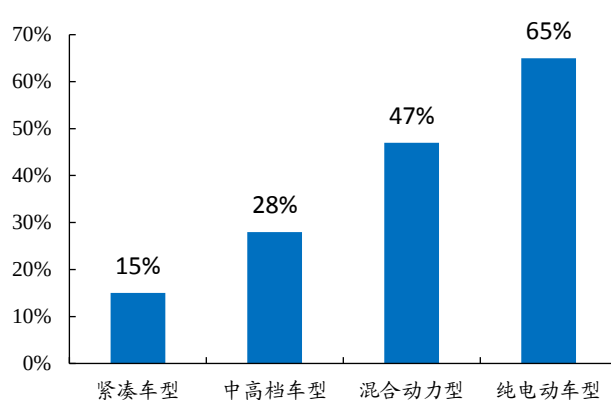
其次，汽车电子占比较高的新能源车型销量有望持续增长。不同类型汽车的电子零部件成本不一，在纯电动汽车中，电子零部件成本占比可达 65%，而在紧凑型燃油轿车中电子零部件成本占比仅为 15% 左右。随着人们环保意识的增加、政策层面扶持以及新能源汽车技术的不断完善，新能源汽车的销量有望持续增长，带动汽车电子市场规模不断发展。

图23：汽车电子在整车中的价值占比



数据来源：赛迪智库、开源证券研究所

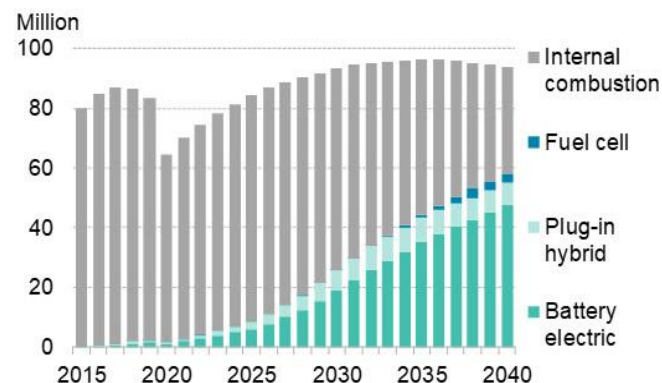
图24：新能源车型电子零部件成本占比高于传统汽车



数据来源：赛迪智库、开源证券研究所

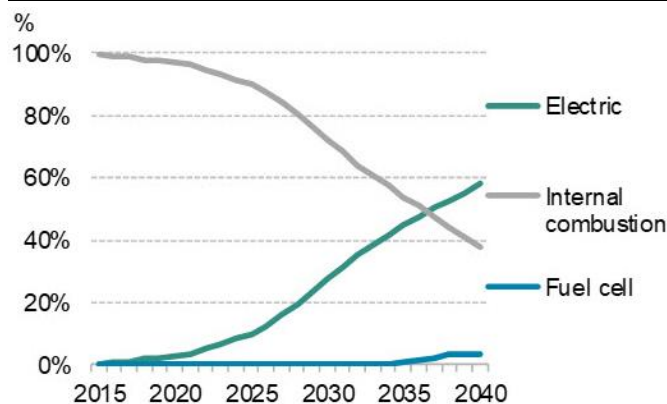
然而由于新冠疫情给全球汽车行业带来冲击，新能源汽车行业连续十年的强劲增长或将在 2020 年中断。据 BloombergNEF 数据，预计全球新能源汽车销量将同比下滑 18%。不过，2020 年燃油车销量降幅预计更大(23%)，未来汽车电动化长期向好的局面不会改变。

图25：新能源车型销量预计不断提升



资料来源：BloombergNEF

图26：电动汽车销量占比将持续提升



资料来源：BloombergNEF

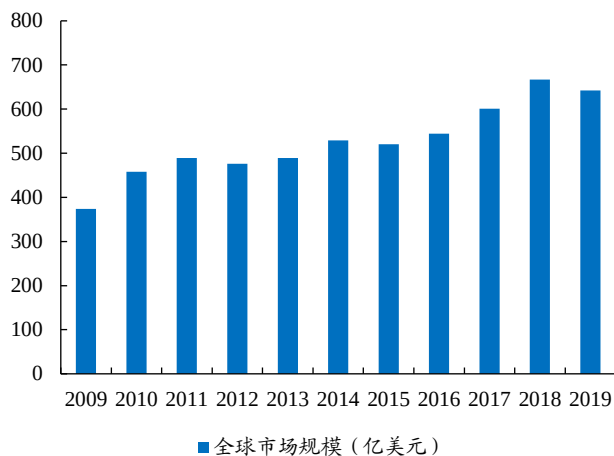
公司现有汽车电子领域的产品包括连接器、液晶边框、调节器和整流桥等镶嵌注塑件，配套客户包括 HELLA、SONY、BOSCH、SHARP 等全球领先的汽车电子

供应商。由于主机厂需要对供应商及其产品进行长期的认证与检测，切换供应商的成本较高，因此一旦成功获得准入资质，公司将与客户建立稳固的合作关系。此外，汽车产品的换代周期又长于 3C 产品，公司的汽车电子项目往往有较长的生命周期，有望为公司带来较为持续的业务收入。

（一）汽车连接器

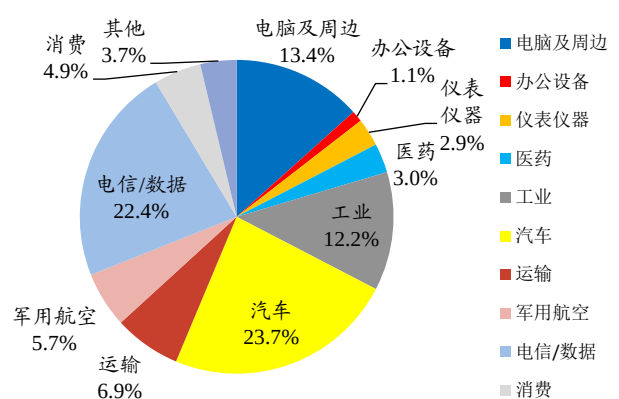
连接器即 CONNECTOR, 用于连接两个有源器件, 起到传输电流或信号的作用。2009-2019 年十年间, 全球连接器市场规模达以 5.6% 的 CAGR 实现增长, 至 2019 年, 全球连接器市场规模达 642 亿美元。其中汽车是连接器市场的最大应用领域, 2019 年占比约为 23.7%, 规模约为 165 亿美元。

图27: 全球连接器市场规模



数据来源: Bishop&Associates、开源证券研究所

图28: 汽车是全球连接器市场的第一大应用领域



数据来源: Bishop&Associates、开源证券研究所

一般汽车需要用到的连接器种类有近百种, 单一车型所使用的连接器约有数百个之多。随着人们对汽车在安全性、环保性、舒适性、智慧化等要求越来越高, 汽车电子产品的应用日益增加, 这将使汽车连接器应用数量呈现增长的情形。

（二）液晶边框

汽车显示器包括中央信息显示器 (CID)、仪表盘、后视镜显示器、后座娱乐设备显示器和平视显示器等。目前, 中央信息显示器占汽车显示面板出货量份额最大, 主流显示面板包括 7 到 8 寸的 WVGA 或 WXGA 显示屏和 10 寸全高清屏。

按照每块面板需要前后两个边框测算, 未来 3 年, 每年将产生 3—4 亿件显示器边框的需求。Global Market Insights 发布数据预测, 从 2019 年到 2025 年, 车载显示市场年复合增长率将超 10%, 2025 年市场规模将达 300 亿美元。不过 2019 年整车市场销量下降, 全球车载显示面板出货首次出现负增长, 下降到约 1.59 亿片 (仅前装)。

公司车载显示屏边框的主要客户为 JDI、SHARP 和 LG DISPLAY, 占据市场约 40% 的出货量份额。

表4: 公司客户 JDI、SHARP 和 LG DISPLAY 占据市场 40% 出货量

厂商	2018 年	2019 年
JDI	17.2%	16.1%
LGD	12.8%	14.7%
Tianma	11.9%	14.3%
AUO	12.1%	13.9%
Innolux	11.3%	10.6%
Sharp	10.8%	8.7%
BOE	4.2%	7.4%
Hannstar	2.2%	3.4%
其他	17.6%	10.8%

资料来源: Sigmaintell、开源证券研究所

(三) 嵌塑部件

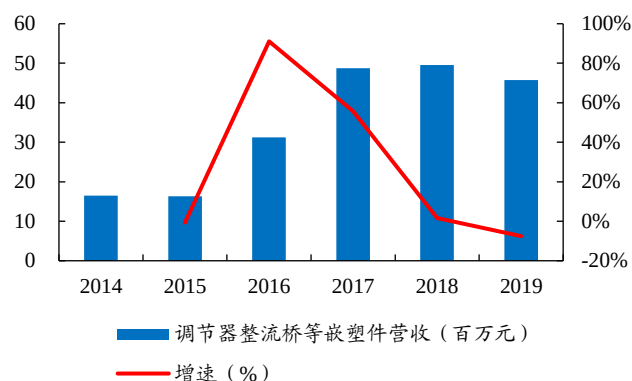
公司生产的嵌塑零部件主要应用于汽车发电机整流桥和调节器, 少量应用于汽车电子箱锁和 EGR 阀。整流桥是指将交流发电机发出的交流电转变成直流电, 向蓄电池充电并向其他汽车电子电器系统供应电源的装置。车用调节器用于调节及稳定交流发电机的输出电压, 当发动机转速变化时调节输出电压稳定在合适的电压值大约在 15V。

整流桥和调节器均配备于发电机上。一般来说, 每辆新车将配备一台发电机, 每台发电机配套一只整流桥和一只调节器。以全球新车销量 9000 万台计算, 新车配备整流桥和调节器约 9000 万套, 考虑汽车维修市场增量, 整流桥和调节器市场空间也极为广阔。

公司 2019 年嵌塑零部件营收为 4578 万元, 约占营收总额的 4.47%。2014-2017 年, 公司嵌塑零部件营收快速增长。2018-2019 年, 全球汽车市场承压, 公司嵌塑零部件业务也受到影响导致负增长。

图29: 公司生产的整流桥和调节器用嵌塑部件


资料来源: 公司官网

图30: 嵌塑零部件受市场影响营收下行


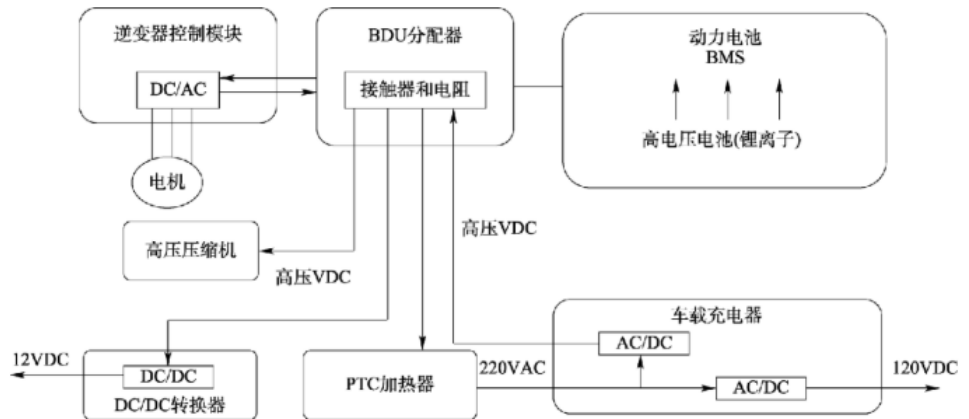
数据来源: Wind、开源证券研究所

2019 年受中国车市低迷影响, 全球汽车销量下滑逾 3%。2020 年新冠疫情仍未解除, 汽车产业短期受到较大冲击。对公司来说, 汽车电子业务短期也将承受一定压力。长期来看, 汽车电子化为大势所趋, 新能源汽车向好局势不变, 公司凭借优质的客户资源有望享受汽车电子化进程加深带来的红利。

3.2、BDU 项目有望带来新增量，公司或将借此实现模组化的垂直升级

公司 2019 年底与松下公司签订了合作意向书，将与松下合作开发新能源汽车 BDU 零组件。BDU(Battery Disconnect Unit)即电池包断路单元，专为电池包内部设计，也是配电箱的一种。BDU 部件用于将来自动力电池输出的电能并联分配到逆变器、高压压缩机、PTC 加热器以及车载充电器中。BDU 电能分配单元内部主要是继电器和电路，由车辆动力系统控制模块根据点火开关或充电需求控制对应继电器的接通和断开。

图31：典型的纯电动汽车高压部件连接关系示意图



资料来源：《新能源汽车概论》

据公司公告，该项目作为公司重点项目，目前处于开发阶段，部分产品已经基本开发完成，该零组件将最终应用于奔驰、宝马、通用及日产尼桑等新能源汽车上。预计 2021 年开始该项目就会产生一定规模及效益，对公司业绩带来正向影响。

对于公司这样的精密零部件厂商来说，在拥有上游模具设计制造的基础上，能够继续向下游垂直延伸，从单纯的零组件供应商转变为模组供应商，将提升公司的产品附加值、增强核心环节的研发能力、增强公司与客户的协同创新能力，从而提升公司整体的竞争力。公司的目标是成为全球精密制造领域领先的系统化方案提供商，这就要求公司在垂直一体化的路上走得更远。公司此次与松下合作开发 BDU 项目，是公司由定制化零组件逐渐向定制化模组发展的重要标志，或将打开公司成长的又一扇大门。

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

- （1）越南工厂 2020 年第三季度内实现复工投产，且产能利用率较高；
- （2）新能源汽车 BDU 项目进展顺利，2021 年实现放量增长；
- （3）公司继续实行精益生产及阿米巴核算体系，提高运营效率及利润率水平。2020/2021/2022 年公司毛利率水平分别为 29%/29.6%/30.2%；营业费用率及管理费用率稳中有降。

4.2、盈利预测与投资建议

公司深耕模具领域 20 年，具备强大的模具开发能力和与客户同步开发能力，借

此深度绑定智能终端、汽车电子、消费电子等领域的优质客户。公司营运功力深厚，借助精益制造以及阿米巴核算体系等经营哲学，取得业内领先的利润率水平和营运指标。公司正与松下合作开发 BDU 相关零组件，尝试由零部件提供商转型成为模组供应商，有望提升其产品附加值，为其最终成为系统方案提供商打下基础。公司预测市盈率水平与可比公司较为接近，处于合理区间。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.39/2.03/2.70 亿元，对应 EPS 为 0.47/0.69/0.92 元，当前股价对应 PE 为 31.0/21.2/15.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：公司预测市盈率水平与可比公司接近

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300115.SZ	长盈精密	23.15	117.9	647.2	43.6	24.5	251.3	33.6	23.4	18.8
002055.SZ	得润电子	17.82	-324.3	163.3	43.0	1.9	-14.4	22.8	16.1	15.8
	A 股平均						118.5	28.2	19.8	17.3
002937.SZ	兴瑞科技	14.59	26.04	0.4	46.0	33.4	31.1	31.0	21.2	15.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/07/16，除兴瑞科技外其余公司预测数据采取 Wind 一致预期）

3、风险提示

- （1）受疫情影响经济复苏缓慢，智能终端及汽车电子等下游需求疲软；
- （2）受疫情影响，海外工厂复工及新产能投产不及预期；
- （3）BDU 部件等新产品开发不及预期；
- （4）汇率波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	852	829	986	1165	1360
现金	469	454	518	527	580
应收票据及应收账款	296	260	338	479	602
其他应收款	11	7	12	15	21
预付账款	2	1	3	3	4
存货	68	67	75	102	112
其他流动资产	5	40	40	40	40
非流动资产	215	320	297	349	405
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	157	183	184	234	287
无形资产	27	47	49	53	57
其他非流动资产	31	90	65	62	61
资产总计	1067	1149	1284	1514	1765
流动负债	232	228	259	362	418
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	176	169	199	300	354
其他流动负债	56	60	60	63	63
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	232	228	259	362	418
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	184	294	294	294	294
资本公积	440	330	330	330	330
留存收益	212	295	368	481	639
归属母公司股东权益	835	921	1024	1151	1347
负债和股东权益	1067	1149	1284	1514	1765

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-232	360	106	160	226
净利润	110	138	139	203	270
折旧摊销	42	44	45	38	51
财务费用	-9	-18	-15	-13	-8
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-380	181	-62	-66	-87
其他经营现金流	6	16	-0	-0	-0
投资活动现金流	-56	-160	-22	-89	-107
资本支出	51	135	-23	51	57
长期投资	-4	-26	0	0	0
其他投资现金流	-10	-51	-45	-37	-50
筹资活动现金流	298	-55	-20	-63	-66
短期借款	-55	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	46	110	0	0	0
资本公积增加	351	-110	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-55	-20	-63	-66
现金净增加额	15	148	64	9	53

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1018	1023	1100	1504	1990
营业成本	735	731	781	1059	1389
营业税金及附加	8	8	9	12	17
营业费用	47	46	45	60	78
管理费用	67	63	65	86	111
研发费用	43	53	57	69	96
财务费用	-9	-18	-15	-13	-8
资产减值损失	4	-2	0	0	0
其他收益	2	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	126	156	158	231	309
营业外收入	3	2	3	3	3
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	127	158	160	233	311
所得税	17	20	21	30	40
净利润	110	138	139	203	270
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	110	138	139	203	270
EBITDA	154	188	190	255	345
EPS(元)	0.37	0.47	0.47	0.69	0.92

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.9	0.5	7.5	36.7	32.3
营业利润(%)	35.1	24.4	1.2	46.0	34.0
归属于母公司净利润(%)	30.9	26.0	0.4	46.0	33.4
获利能力					
毛利率(%)	27.8	28.6	29.0	29.6	30.2
净利率(%)	10.8	13.5	12.6	13.5	13.6
ROE(%)	13.1	15.0	13.5	17.6	20.1
ROIC(%)	11.7	13.7	12.3	16.4	19.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.7	19.9	20.2	23.9	23.7
净负债比率(%)	-56.2	-49.3	-50.5	-45.8	-43.1
流动比率	3.7	3.6	3.8	3.2	3.3
速动比率	3.3	3.3	3.5	2.9	3.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.9	0.9	1.1	1.2
应收账款周转率	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	4.5	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.47	0.47	0.69	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.79	1.22	0.36	0.54	0.77
每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.13	3.48	3.91	4.58
估值比率					
P/E	39.2	31.1	31.0	21.2	15.9
P/B	5.1	4.7	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	24.8	20.3	19.7	14.7	10.7

数据来源：贝格数据、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，属于机密材料，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16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