

吉冈精密 (836720.BJ) / 机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2022年6月10日

**评级：买入（首次）**

市场价格：13.51元/股

分析师：张帆

执业证书编号：S0740521070001

Email: zhangfan01@zts.com.cn

联系人：曹森元

Email: caosy@zts.com.cn

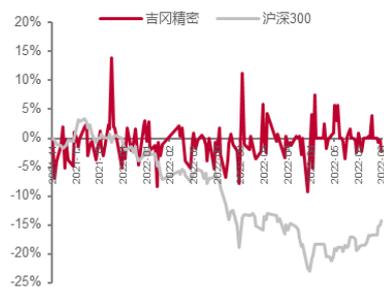
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	260	377	442	543	673
增长率 yoy%	25%	45%	17%	23%	24%
净利润(百万元)	43	57	68	87	110
增长率 yoy%	60%	30%	21%	28%	26%
每股收益(元)	0.47	0.62	0.74	0.95	1.20
每股现金流量	0.28	0.33	0.07	1.11	0.72
净资产收益率	45%	14%	18%	22%	23%
P/E	28.5	21.9	18.1	14.2	11.3
P/B	12.7	3.1	3.3	3.1	2.6

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价取自2022年6月9日收盘价

**基本状况**

总股本(百万股)	92
流通股本(百万股)	25
市价(元)	13.51
市值(百万元)	1,237
流通市值(百万元)	341

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**报告摘要**

- 深耕精密金属制品二十年，北交所上市登上发展新台阶。**公司专注于精密金属零部件设计生产，产品覆盖电动工具、清洁电器、汽车零部件和其他零部件等，主要应用于蒸汽拖把、手持电动工具和汽车等领域。公司核心团队资历深厚，管理有方，主营业务运营良好，业绩增速亮眼。2018至2021年主营业务收入从1.98亿元增至3.71亿元，年复合增长率为23.16%，归母净利润从2424万元增长至5652万元，年复合增长率达32.6%，整体增长较快。公司2021年11月在北交所上市，产业资本有望进一步融合，推动公司发展更上层楼。
- 公司下游行业持续发展，需求旺盛。**清洁电器行业发展迅速：消费升级叠加疫情对家庭卫生清洁的推动，加速了清洁电器市场高速增长，国内清洁电器市场规模在2020年达到了240亿元，同比增长20%，2026年有望突破800亿元，22-26年间预计CAGR达到22.53%，行业空间广阔。汽车零部件行业持续高景气，轻量化趋势已现：21年我国汽车市场回暖，全年产销均已超过2019年疫情前同期水平。与此同时，新能源汽车发展迅猛，引领整个汽车行业进入轻量化赛道，铝合金依靠高性价比和成熟工艺将迎来较大利好，未来单车铝合金材料用量有望大幅提升。电动工具竞争格局稳定，头部企业强者恒强：2021年全球电动工具市场规模达到343亿美元，26年预计达到452亿美元，CAGR为5.7%，中国是全球电动工具的产能中心，产量占比常年维持在70%附近。全球市场上2020年的CR4为45.9%，集中度较高，以史丹利百得、牧田、博世等为代表的巨头相关产品营收稳健，其中，牧田21年营收同比增长23.4%。无绳类电动工具增长迅速，预计成为电动工具市场的重要发展趋势。
- 公司技术水平领先，研发投入持续加大。**公司所在行业为技术密集型行业，技术要求高，存在一定的工艺技术壁垒。公司作为无锡市专精特新小巨人企业，专注精密金属制造，技术储备深厚，拥有106项专利和5大核心技术。自主研发核心技术产品营收占比高，其中，公司自主研发的蒸汽加热器是国内该细分领域龙头产品。
- 核心客户优质稳定，汽车领域新客户拓展加速。**公司在清洁电器、电动工具行业均积累了稳定、优质的客户群体。包括合作超过10年的全球头部电动工具企业牧田、全球领先地板清洁公司Shark等。2021年，公司实现汽车零部件收入1.3亿元，同比增长58%，收入占总营收比例约为30%。近年来，公司不断开拓汽车领域大客户，陆续打入特斯拉、宁德时代、博格华纳等知名厂商的供应链体系。作为铝合金压铸企业有望受益于汽车轻量化的推进。
- 精细化管理成效明显，期间费用率低于平均水平。**2018-2021年期间费用率为8.62%、9.27%、9.38%、9.52%，相较于14%左右的行业平均水平，公司展现了较为出色的管控能力，低费用率同时也将持续为公司的盈利能力作出贡献。
- 投资建议：**我们预测公司2022-2024年营业收入分别为4.42亿元、5.43亿元、6.73亿元，归母净利润分别为0.68亿元、0.87亿元、1.1亿元，2022-2024年归母净利润CAGR为27.2%，以最新股本数计算的摊薄EPS分别为0.74元、0.95元、1.20元。公司当前股价对2022-2024年EPS的PE倍数分别为18.1倍\14.2倍\11.3倍，参考可比公司估值，并考虑行业持续景气带来的高增长，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**新冠疫情持续扩散的风险，产品迭代无法适应市场发展需求的风险，业务拓展不及预期的风险，市场空间测算偏差风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息之后或更新不及时的风险。

## 投资主题

### 报告亮点

- 我们认为，吉冈精密是一家典型的“小而美”公司，本篇报告通过对吉冈精密的所在行业以及下游领域的发展前景的深度分析，挖掘出公司的多点核心竞争力，并对未来三年的营收及盈利作出合理预测。

### 投资逻辑

- 对于吉冈精密所在的精密金属行业，下游应用领域广且分散，目前尚未出现真正龙头。我们认为，该行业具有细分领域多，定制化订单占比高，行业边界具有较强的可延伸性。以吉冈精密为代表的专精特新制造企业，将通过持续研发铸就技术壁垒，积极在多个下游领域拓展市场，扩大生产规模，巩固细分领域的领先优势。同时，新能源车的制造生产国产化趋势主流化，整车零部件国产化率将逐步提升，这也将有利于公司在汽车零部件市场上进一步提升占有率。

### 关键假设

- 假设 1: 公司现有的大客户的营收表现将在未来 3 年内稳步上行，不会出现剧烈波动，大客户订单也将持续稳增。
- 主营业务成本: 公司的营业成本主要来自于主营业务成本，其中，主营业务成本占营业成本比重在 18-21 年间均在 99% 附近。主营业务的成本主要有直接材料、直接人工、制造费用和外协成本构成。直接材料和直接人工的合计占比接近 70%，因此这两项是影响公司整体毛利的重要因素。
- 假设 2: 直接材料成本占主营业务成本稳定在 50% 附近。在未来三年 (22-24 年) 内，原材料成本波动处于相对稳定区间。
- 假设 3: 人工成本将随着公司生产人员人数和人均工资呈上升趋势。
- 假设 4: 随着全球范围内疫情逐步可控，消费出现回暖，下游领域中，汽车、电动工具、清洁电器的市场规模将继续增长。

## 内容目录

一、公司概况 .....	- 5 -
1.1 深耕精密金属制品，成功登陆北交所 .....	- 5 -
1.2 核心团队资历深厚，精细化管理模式助力企业成长 .....	- 7 -
1.3 公司业务运行良好，下游需求持续旺盛 .....	- 8 -
二、三大下游行业持续扩容 .....	- 10 -
2.1 清洁电器行业：蒸汽拖把渗透率持续提升 .....	- 10 -
2.2 汽车行业：行业高景气和轻量化趋势双轮驱动 .....	- 12 -
2.3 电动工具行业：无绳化产品有望放量增长 .....	- 15 -
三、公司看点 .....	- 17 -
3.1 持续加大研发，技术储备深厚 .....	- 17 -
3.2 国内蒸汽加热器行业龙头 .....	- 19 -
3.3 汽车轻量化趋势驱动增长 .....	- 20 -
3.4 核心客户优质稳定，新客户拓展速度加快 .....	- 21 -
3.5 产能逐步释放，规模进一步扩大 .....	- 22 -
四、盈利预测 .....	- 23 -
4.1 营业收入拆分预测 .....	- 23 -
4.2 毛利率预测 .....	- 24 -
4.3 期间费用率预测 .....	- 24 -
4.4 投资建议 .....	- 24 -
风险因素 .....	- 26 -

## 图表目录

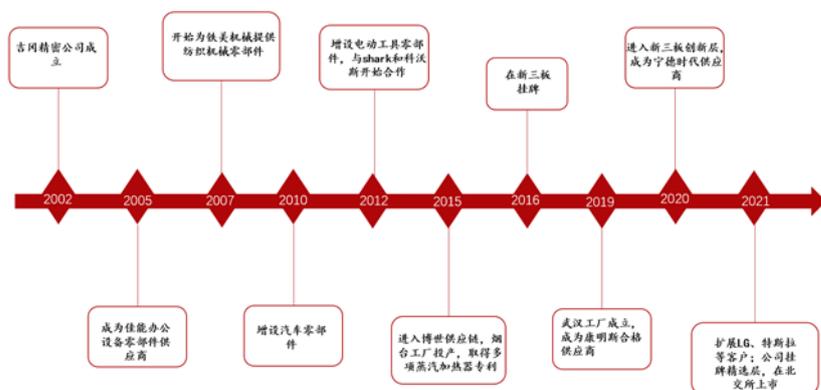
图表 1: 公司发展历程 .....	- 5 -
图表 2: 公司主要客户 .....	- 5 -
图表 3: 主要产品信息 .....	- 6 -
图表 4: 2021 年公司主营业务分类 .....	- 6 -
图表 5: 公司前十名股东持股明细 .....	- 7 -
图表 6: 公司股权架构图 .....	- 7 -
图表 7: 2018-2021H1 公司产能利用率与产销率 .....	- 8 -
图表 8: 2017-2021 可比公司期间费用率 .....	- 8 -
图表 9: 2013-2021 公司主营业务收入 .....	- 8 -
图表 10: 2013-2021 公司净利润及净利率 .....	- 8 -
图表 11: 2013-2021 公司电子电器零部件营收 .....	- 9 -
图表 12: 2013-2021 公司汽车零部件营收 .....	- 9 -
图表 13: 2018-2021H1 公司产品退换金额及占比 .....	- 9 -
图表 14: 2018-2020 公司蒸汽加热器与电动零部件销售额 .....	- 10 -
图表 15: 2016-2021 国内清洁电器市场规模 .....	- 10 -
图表 16: 国内清洁电器市场规模预测 .....	- 10 -
图表 17: 2020H1 蒸汽拖把各品牌零售额结构 .....	- 11 -
图表 18: 鲨客品牌相关销售排名情况 .....	- 12 -
图表 21: 2008-2021 中国汽车产量 .....	- 13 -
图表 22: 2010-2021 中国汽车销量 .....	- 13 -
图表 23: 2016-2021 中国新能源汽车产量 .....	- 14 -
图表 24: 特斯拉一体化铸造示意图 .....	- 14 -
图表 25: 汽车轻量化阶段性目标 .....	- 15 -
图表 27: 2016-2019 全球电动工具产量 .....	- 16 -
图表 28: 2016-2019 中国电动工具产量 .....	- 16 -
图表 29: 2020 全球电动工具行业主要参与者市场占有率 .....	- 16 -
图表 30: 2016-2021E 全球无绳电动工具市场规模 .....	- 17 -
图表 31: 公司核心技术介绍 .....	- 17 -
图表 32: 2018-2021 可比公司研发费用占营收比例 .....	- 18 -
图表 33: 2021 同行业可比公司专利情况 .....	- 18 -
图表 34: 2018-2021 公司研发费用变化情况 .....	- 18 -
图表 35: 2018-2021H1 公司核心技术产品营收 (单位: 万元) .....	- 19 -
图表 36: 公司蒸汽加热器产品相关专利情况 .....	- 20 -
图表 37: 2018-2021 年汽车零部件销售收入 (单位: 万元) .....	- 20 -
图表 38: 公司主要客户 .....	- 21 -
图表 39: 2021 年公司主要客户销售收入及占比 .....	- 21 -
图表 40: 可比公司盈利能力对比 .....	- 25 -
图表 41: 2019-2021 年可比公司主要财务指标对比 .....	- 25 -
图表 42: 2017-2021 年可比公司期间费用率对比 .....	- 25 -
图表 43: 可比公司估值对比 .....	- 25 -
图表 44: 盈利预测表 .....	- 27 -

## 一、公司概况

### 1.1 深耕精密金属制品，成功登陆北交所

- **专注精密金属零部件领域 20 年，积累众多优质客户。**公司成立于 2002 年，至今已有 20 年的历史。公司主要进行锌合金、铝合金的精密铸造。在成立初期，专业提供办公设备零部件和纺织机械零部件，与佳能和铁美机械建立了良好的伙伴关系。2010 年至今，公司新增汽车零部件和电动工具零部件制造业务。其中，生产的蒸汽加热器获得专利并与美国和中国市场蒸汽拖把零售额第一的 Shark 公司开展合作。此外，公司抓住电动工具无绳化与汽车轻量化的“风口”，进入多家国内外知名企业供应链，客户包括全球电动工具市场占有率排第四名的牧田、特斯拉、宁德时代、LG 公司及小米公司。

图表 1: 公司发展历程



来源: 公司官网, 公开发行股票说明书, 中泰证券研究所

图表 2: 公司主要客户

客户名称	行业地位	公司为其加工配套的产品
牧田	世界上最大的专门生产专业电动工具的制造商之一	齿轮座、电锤座、轴承座、气缸导管等
科沃斯、添可智能	智能电器领先品牌	蒸汽加热器
宁波海歌	蒸汽类家电产品的引领者,《中国电熨斗行业国家标准》制定者	蒸汽加热器
三立车灯	车灯领域领先品牌	散热器、支架
万都底盘	汽车底盘零部件领先供应商	叉塞、转向器零部件
普利司通	汽车制动系统领先品牌, 世界 500 强企业	内筒、导液板
电装天	车载电子系统领先品牌	散热片
佳能	办公设备领先品牌, 世界 500 强	齿轮、解除手臂

来源: 公开发行股票说明书, 中泰证券研究所

- **产业布局广阔，下游产品应用范围广。**公司形成了以电子电器零部件和汽车零部件为主，办公设备、纺织、医疗零部件为辅的产业布局。2021 年电子电器零部件与汽车零部件的销售收入占比接近 90%。电动工具、清洁电器和汽车是产品主要的应用领域。此外，公司产品还应用在办公

设备、纺织机、专业医疗床等多个领域。

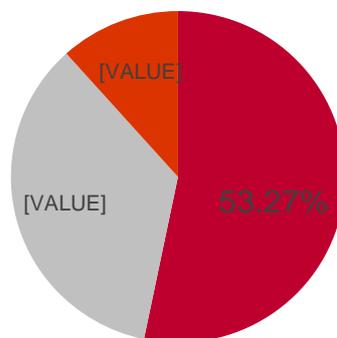
**图表 3: 主要产品信息**

产品种类、名称、图示及应用						
	名称	蒸汽加热器	进水泵盖	散热器	电锤座、齿轮座、风扇	马达电机筒
电子电器零件	图示					
	应用	蒸汽拖把、挂烫机	净水器	基站信号接收器、LED灯具	电动工具	工业设备用电机
	名称	散热片	滤清器底座	内筒	车灯支架	转向器
汽车零部件	图示					
	应用	车载主机系统	商用车柴油过滤器	汽车马达减震器	车灯系统	转向系统
	名称	齿轮	纺织机零件	制动器安装架		
其他零部件	图示					
	应用	打印机	纺织机械	医疗床		

来源：公开发行股票说明书，中泰证券研究所

**图表 4: 2021 年公司主营业务分类**

■ 电子电器零部件 ■ 汽车配件 ■ 其他配件



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 21 年成功在北交所上市。凭借着先进的管理经验，良好的经营状况，领先的研发能力，公司于 2016 年 4 月在中小企业股份转让系统挂牌，于

2020年5月公司由基础层转入精选层,并于2021年11月24日在北交所上市。借助北交所的平台,产业资本融合有助于公司继续扩大经营,巩固市场地位。

## 1.2 核心团队资历深厚,精细化管理模式助力企业成长

- **核心高管人员稳定,经验丰富。**纵观高管履历,核心管理人员在精密金属及相关领域从业超过十年,人员较为稳定,在管理、市场、财务等方面有着丰富的经验。此外,多位技术骨干持有股份,技术团队较为稳定。

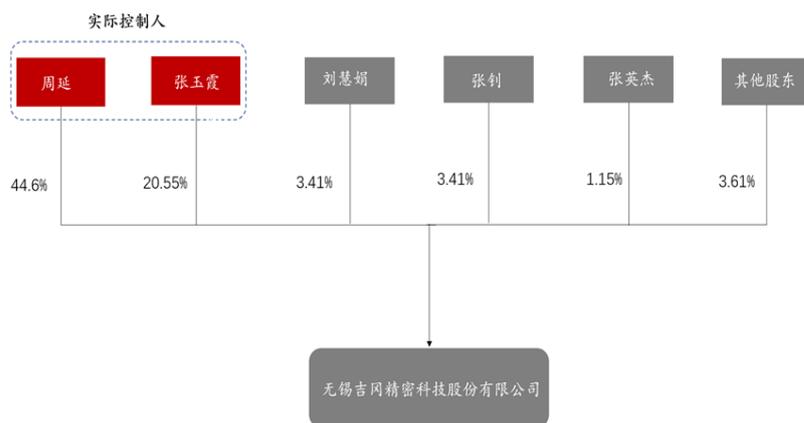
**图表 5: 公司前十名股东持股明细**

序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
1	周延	40833600	44.6	限售流通A股
2	张玉霞	18820080	20.55	限售流通A股
3	刘惠娟	3120000	3.41	限售流通A股
4	张钊	3120000	3.41	限售流通A股
5	上海云晟科速管理咨询合伙企业(有限合伙)	1900000	2.08	限售流通A股
6	张英杰	1050379	1.15	流通A股
7	无锡市龙珠模具制造有限公司	596000	0.65	限售流通A股
8	苏州市恒标机械有限公司	360000	0.39	限售流通A股
9	青岛展融鼎合私募股权投资基金合伙企业(有限合伙)	250000	0.27	限售流通A股
10	嘉兴金长川贰号股权投资合伙企业(有限合伙)	200000	0.22	限售流通A股
	合计	70250059	76.73	

注:数据截止到2021年12月28日 来源:Choice,中泰证券研究所

- **公司股权结构紧凑,决策通道顺畅。**公司实际控制人为周延、张玉霞夫妇,截至2021年12月28日,两人共持有公司65.15%的股份。此外,周延的岳父岳母作为一致行动人持有公司6.82%的股份。公司股权高度集中。

**图表 6: 公司股权架构图**



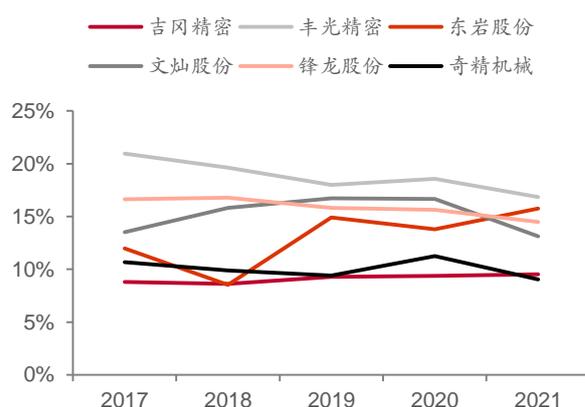
注:数据截止到2021年12月28日 来源:Choice,中泰证券研究所

- **精细化管理创新公司经营模式,期间费用率保持低位。**公司坚持以行业趋势和客户需求为导向,开发新技术降本增效,生产出质量控制严格,售后稳定的产品。受益于这种经营管理模式,公司产销率与产能利用率

水平较高。2018至2021H1产能利用率分别为99.1%，91.79%，87.48%，91.31%，产销率平均维持在98.2%的水平。此外，公司对于期间费用控制能力强，与同行业公司对比，公司的期间费用率水平最低，2018-2021年公司的期间费用率整体保持在9%左右，较为稳定。公司高度重视研发投入，2021年研发费用占到期间费用的一半以上，公司研发费用率维持在4%的水平左右。公司的管理费用率与销售费用率均低于平均水平，2018-2021年公司管理费用率维持在3%左右，销售费用率逐年下降，从2018年的1.75%下降到2021年的0.89%。公司财务费用率则常年保持在较低水平，2018-2021维持在0.4%-1%之间。

**图表 7: 2018-2021H1 公司产能利用率与产销率**

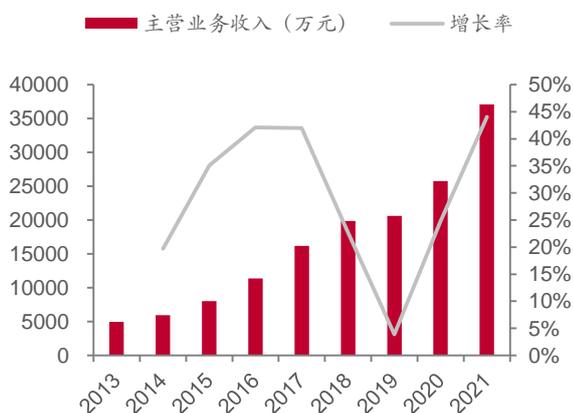

来源: Choice, 中泰证券研究所整理

**图表 8: 2017-2021 可比公司期间费用率**


来源: Choice, 中泰证券研究所整理

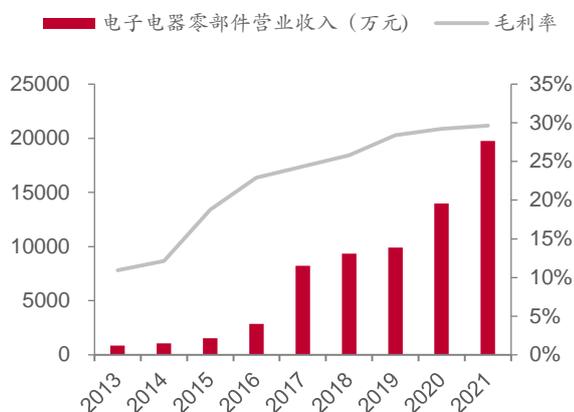
### 1.3 公司业务运行良好，下游需求持续旺盛

- 主营业务运行平稳，两大核心业务表现亮眼。**公司的主营业务包括电子电器零部件，汽车零部件与其他零部件，其中核心业务是电子电器零部件与汽车零部件。2018至2021主营业务收入为1.98亿元、2.06亿元、2.57亿元、3.71亿元，年复合增长率为23.15%，整体增长较快。2018年至2021年，电子电器零部件和汽车零部件销售收入的年复合增长率分别为28.2%与28.5%。从毛利率指标来看，两大核心业务毛利率提升较快。电子电器零部件毛利率从2018年的25.78%提升至2021年的29.65%，汽车零部件毛利率从2018年的15.95%提升至2021年21.05%。

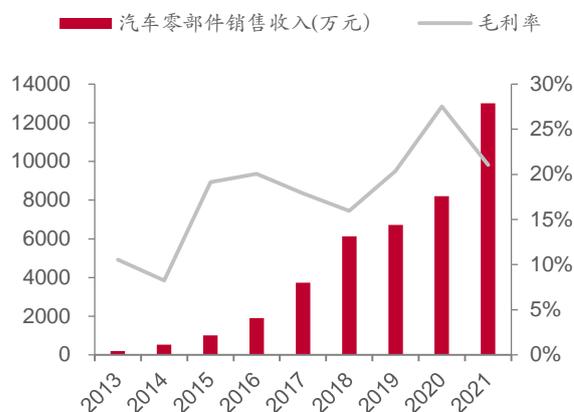
**图表 9: 2013-2021 公司主营业务收入**

**图表 10: 2013-2021 公司净利润及净利率**


来源: Choice, 中泰证券研究所整理

来源: Choice, 中泰证券研究所整理

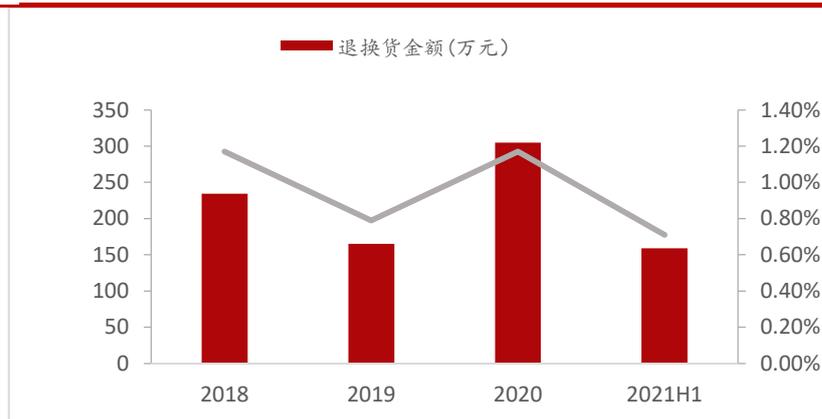
**图表 11: 2013-2021 公司电子电器零部件营收**


来源: Choice, 中泰证券研究所整理

**图表 12: 2013-2021 公司汽车零部件营收**


来源: Choice, 中泰证券研究所整理

- 产品质量优良, 行业认可度高。**公司制定了一套完整、严格的质量控制和管理体系, 涵盖产品设计研制、生产、检验、销售全过程, 通过了 IATF16949: 2016 及 ISO9001: 2015 质量管理体系认证。2018 至 2021H1, 公司客户退换货合计金额占当期主营业务收入的比例均在 1% 左右, 占比较低, 且整体呈降低趋势。凭借着产品优异的质量, 公司多次获得行业知名品牌制造商的认可, 2017 年被牧田(昆山)评为“年度优秀供应商”, 获得万都底盘“SQ-MARK 认证”, 2020 年被康明斯评为“疫情应对优秀供应商”, 2021 年度再度被牧田评为“年度优秀供应商”、被博格华纳评为“最佳合作伙伴供应商”。

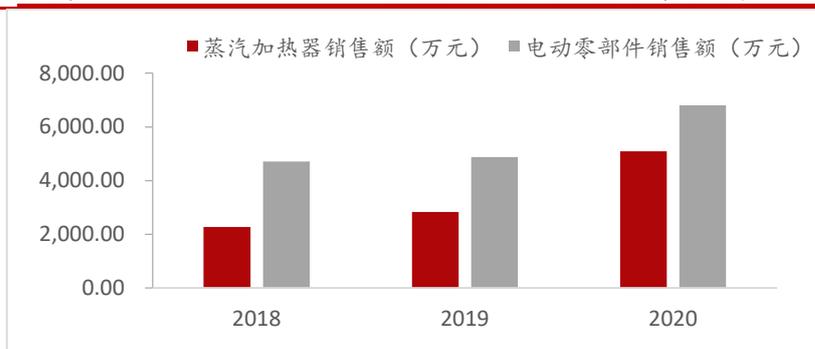
**图表 13: 2018-2021H1 公司产品退换金额及占比**


来源: 公开发行股票说明书, 中泰证券研究所

- 上游供应稳定, 下游需求持续旺盛。**公司产业链上游为铝合金锭、锌合金锭行业, 属于完全竞争市场, 原材料供应较为稳定。从下游市场来看, 公司产品主要应用于清洁电器, 电动工具, 新能源汽车等领域。受益于清洁方式的优化升级, 公司的蒸汽加热器的最大客户——Shark 公司蒸汽拖把占有率迅速提升。2020 年, 公司的蒸汽加热器的销售收入为 5095.1 万元, 同比增加 79.79%。随着人们购买力的释放, 公司的蒸汽加

热器产品市场渗透率将进一步提升。此外，借力于电动工具无绳化的发展，公司下游企业牧田营业额快速增长，2020年4月1日至2021年3月31日，牧田的营业收入较去年同期增长23.5%。牧田给予公司的订单亦增加，公司2020年电动工具零部件销售额较2019年增幅为39.48%。同时，碳中和概念的提出与汽车轻量化发展，使得新能源汽车对铝制零件的需求增长，公司生产的铝制品零件将越来越多的应用到新能源汽车当中，发展前景广阔。

**图表 14: 2018-2020 公司蒸汽加热器与电动零部件销售额**



来源: Wind, 中泰证券研究所

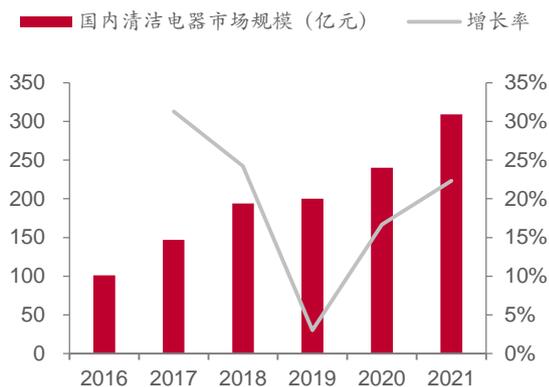
## 二、三大下游行业持续扩容

### 2.1 清洁电器行业：蒸汽拖把渗透率继续提升

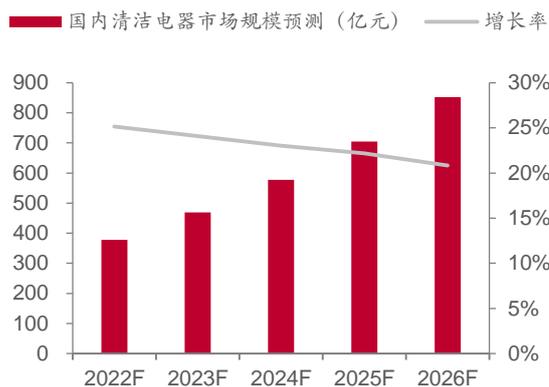
- **全球及国内清洁电器行业快速发展，蒸汽拖把需求迅速增长。**解放双手的自清洁技术的出现以及新冠疫情的蔓延推动清洁电器的需求迅速增长。根据 Euromonitor 和前瞻数据库的数据，2019 年全球清洁电器市场规模为 231 亿美元。从国内清洁电器市场来看，根据奥维云网的统计数据，清洁电器行业规模由 2016 年的 101 亿元迅速成长至 2021 年的 309 亿元，年复合增长率为 25.06%。随着渗透率不断提升，据前瞻产业研究院的预测，到 2026 年中国清洁电器市场规模有望突破 800 亿元，2022-2026 年间 CAGR 达 22.53%。从销量上看，国内清洁电器由 2016 年的 1404 万台增长至 2021 年的 2980 万台，年复合增长率为 16.2%。在清洁电器各品类当中，蒸汽拖把表现凭借着高清洁效率，便捷的产品设计等特点，成为了中国清洁电器中增幅较快的品类，根据国家电网，2020 年 1 月到 4 月，蒸汽拖把销量同比增长 1000%。

**图表 15: 2016-2021 国内清洁电器市场规模**

**图表 16: 国内清洁电器市场规模预测**



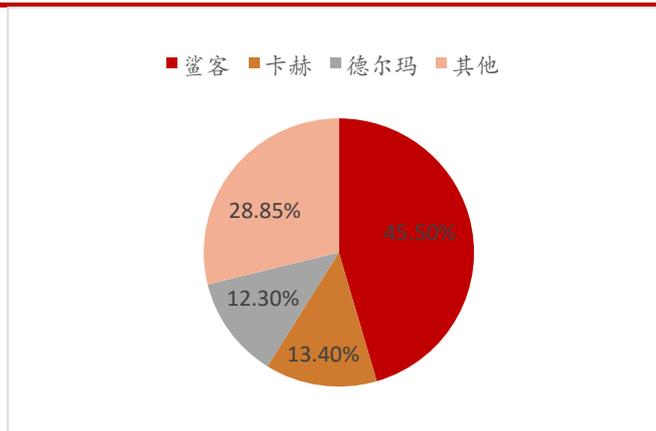
来源：奥维云网，中泰证券研究所整理



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所整理

- 蒸汽拖把行业集中度高，增速快。**2020年，受新冠疫情全球肆虐的影响，人们居家隔离时间增长，更加重视居家环境的清洁状况，这助推了我国家用清洁电器市场的高速发展。此外，由于新冠病毒不耐高温，这使得消费者对能够实现高温灭菌功能的清洁电器格外关注。蒸汽拖把兼具高清洁效率与杀菌消毒两大优点，俨然成为清洁电器行业的消费新贵。根据奥维云网的统计数据，2019年蒸汽拖把的销售量仅为19.2万件，2020年已经达到110万件，同比增长471%。预计未来蒸汽拖把将保持较为平稳的增长速度。蒸汽拖把行业集中度较高，根据奥维云网2020H1的统计数据，蒸汽拖把行业线上细分市场CR3为71.2%。Shark公司市场占有率为45.5%，是蒸汽拖把行业的龙头企业。在蒸汽拖把渗透率方面，我们经过测算，2021年蒸汽拖把在我国中产家庭和富裕家庭中的渗透率约为1.3%，渗透率较低，未来具有较大的提升空间。

图表 17: 2020H1 蒸汽拖把各品牌零售额结构



来源：奥维云网，中泰证券研究所

- Shark 作为蒸汽拖把龙头，有望继续拉动市场规模扩大。**Shark公司在渠道资源和经验的优势之下，刚进入中国市场便取得了亮眼的表现。2019年，Shark刚入驻中国市场便成为京东与天猫两平台蒸汽拖把行业的销售冠军。2019年至2021年连续三年成为中国蒸汽拖把品类第一名。在

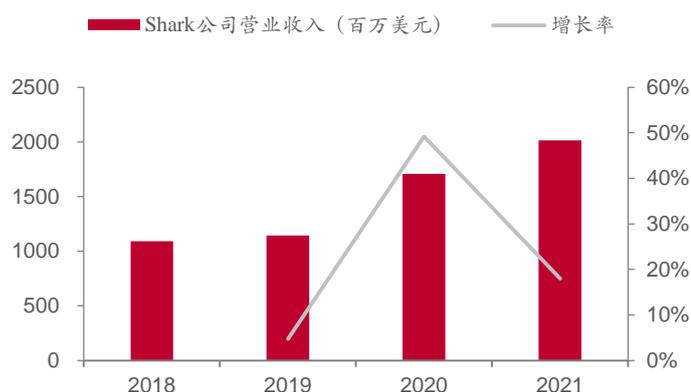
北美市场上，Shark 具有极强的品牌影响力。2007 年至 2017 年，Shark 北美累计出售超过 7800 万台产品，相当于平均每两个北美家庭就有 1 个选购了 Shark。2015-2019 年 Shark 公司连续五年位列美国地面清洁品类产品第一名。在中国市场上，Shark 有望复制北美的成功经验，拉动中国蒸汽拖把市场的进一步发展。

**图表 18: 鲨客品牌相关销售排名情况**



来源：shark 官方网站，中泰证券研究所整理

**图表 19: 2018-2021 Shark 公司营业收入**



来源：JS Global 年报，中泰证券研究所

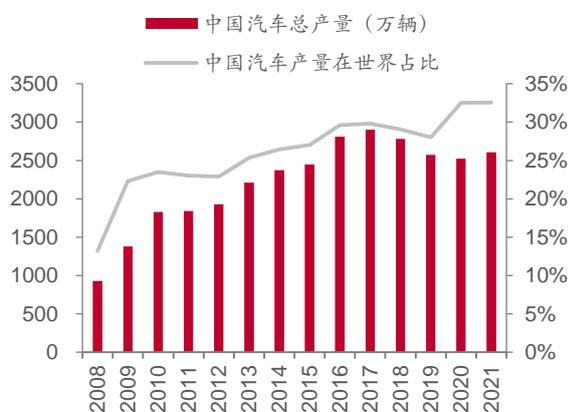
## 2.2 汽车行业：行业高景气和轻量化趋势双轮驱动

- 我国汽车行业市场回暖，未来发展空间大。**从2008年到2019年，我国汽车产量占全球比重由13.2%上升至28.02%，汽车产量与汽车销量逐年上涨。2020年，受新冠肺炎疫情影响，我国汽车产量与销量同比分别下降1.9%和1.8%，汽车行业景气度小幅下滑。2021年，随着汽车促消费政策的开展，我国汽车市场需求释放，全年产销分别完成2608.2万辆和2627.5万辆，同比分别增长3.4%和3.8%，超过疫情前2019年同期水平，扭转了过去三年持续下滑的趋势。预计2022年国内汽车促消费举措仍将持续，汽车产销量或将进一步恢复。此外，我国人均汽车保有量和美国等发达国家存在较大差距，截至2021年5月，我国每千人汽车拥有量仅为160辆。反观美国、澳大利亚、意大利、加拿大等发达国家的千人汽车拥有量，分别为837辆、695辆、670辆、591辆，未来汽车行业仍然具有较大的发展空间。

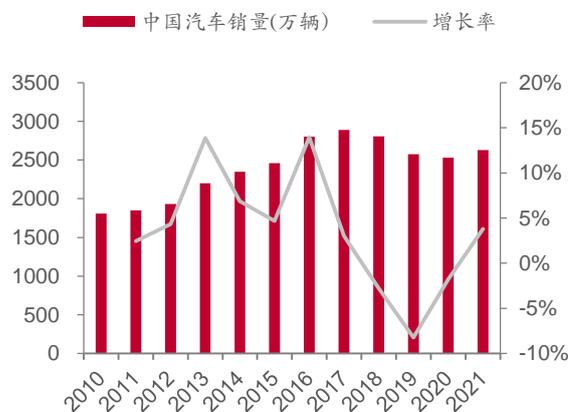
**图表 20: 2021-2022 年中国汽车促消费政策**

时间	政策或会议	内容
2021.1	商务部等12部门《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通知》	鼓励有关城市优化限购措施，增加号牌指标投放；开展新一轮汽车下乡和以旧换新；加强停车场、充电桩等设施建设；鼓励充电桩运营企业适当下调充电服务费。
2021.2	商务部办公厅《关于印发商务领域促进汽车消费工作指引和部分地方经验做法的通知》	优化汽车限购政策；支持农村汽车消费；推广新能源汽车消费；完善汽车平行进口管理；加大汽车促消费力度；丰富汽车消费金融服务
2021.3	工业和信息化部等4部门《关于开展2021年新能源汽车下乡活动的通知》	支持企业与电商，互联网平台等合作举办网络购车活动
2021.4	商务部召开2021年全国消费促进月系列活动	充分挖掘县乡消费潜力，开展汽车家电下乡、品牌商品巡回大集、电影演出乡村行等活动。
2021.9	商务部《关于进一步做好当前商务领域促进消费重点工作的通知》	促进新车消费。释放汽车消费潜力，会同相关部门深入开展新能源汽车下乡活动，促进新能源汽车加快发展。
2022.1	国家发改委《关于做好近期促进消费工作的通知》	支持开展新能源汽车下乡，通过企业让利、降低首付比例等方式，促进农村居民消费。
2022.4	国务院办公厅《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	巩固拓展重点领域消费，鼓励有条件的地区开展新能源汽车和智能家电下乡，推动品牌消费、品质消费进农村
2022.4	商务部例行新闻发布会	鼓励汽车、家电等大宗消费；支持新能源汽车加快发展。

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

**图表 21: 中国汽车产量和在全球汽车产量占比**


来源：Choice，中泰证券研究所整理

**图表 22: 2010-2021 中国汽车销量和增长率**


来源：Choice，中泰证券研究所整理

- **新能源汽车持续高景气，渗透率创新高。**随着“碳达峰”“碳中和”等新观念的提出，新能源汽车凭借着优异的驾驶体验，高驱动效率，节能环保等特点受到广大消费者的热烈追捧。据国家统计局数据，2021年我国新能源汽车产量达到354.5万辆，同比增长145.6%，销售完成352.1万辆，同比增长1.6倍。渗透率方面，从2020年到2022年3月份，新能源汽车渗透率从5.8%提升至21.7%。新能源汽车的热销将为汽车下游市场的发展提供新的增长点，抵御传统汽车行业景气度不足的风险。

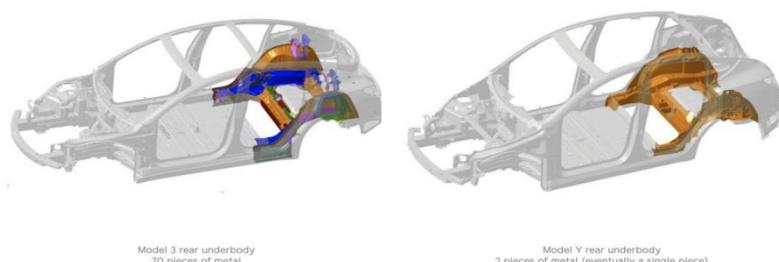
**图表 23: 2016-2021 中国新能源汽车产量**



来源：智研咨询，中泰证券研究所

- **汽车制造走向轻量化。**近年来，随着汽车轻量化发展，铝合金材料凭借着轻盈、高性价比的特点，受到汽车制造商的欢迎。在新能源汽车中，铝合金材料的发展前景尤其广阔。其原因在于新能源汽车龙头特斯拉在一体化压铸技术上取得的突破。该技术将传统汽车中的部分钢板用易于压铸的铝合金替代。这一操作使得新能源汽车上的70个零部件被1-2个大型铝铸件所替代，汽车零部件重量降低10%-20%，汽车续航里程也获得相应的提升。汽车轻量化主要能够带来两大优势：1) 降低油耗，节能环保。轿车重量降低10%，会使得汽车油耗减少7%-8%，尾气排放减少4%；载货车质量降低1000kg，油耗可降低4%。2) 续航里程提升。对新能源汽车而言，车身重量减少100kg，动力电池续航能力就会增长10-11%。由此可见，未来，汽车轻量化将成为行业的主要发展趋势之一。

**图表 24: 特斯拉一体化铸造示意图**



Model 3 rear underbody  
70 pieces of metal

Model Y rear underbody  
2 pieces of metal (eventually a single piece)

来源：Tesla，中泰证券研究所整理

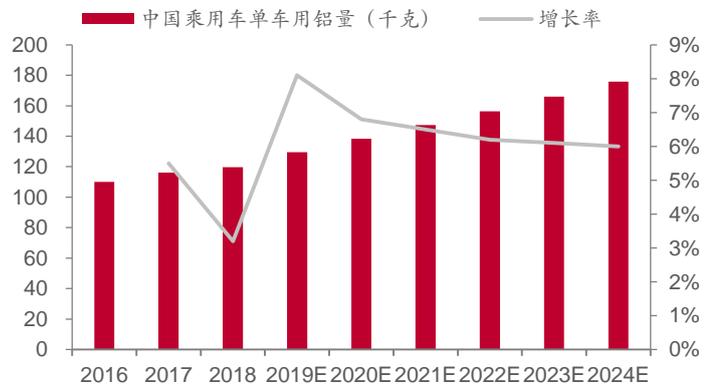
**图表 25: 汽车轻量化阶段性目标**

	2016年-2020年	2021年-2025年	2026年-2030年
整车质量	较 2015 减重 10%	较 2015 减重 20%	较 2015 减重 35%
高强度钢	强度 600Mpa 以上的 AHSS 钢应用达 50%	第三代汽车钢应用比例达到车身重量的 30%	2000Mpa 级以上钢材有一定比例应用
铝合金	单车用铝量达 190Kg	单车用铝量超过 250Kg	单车用铝量超过 350Kg
镁合金	单车用镁量达 15Kg	单车用镁合金 25Kg	单车用镁合金 45Kg
碳纤维材料	碳纤维有一定使用量，成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%，成本比上阶段降低 50%	

来源：节能与新能源汽车技术路线图，中泰证券研究所

- **铝合金性价比高，单车用量有望大幅提升。**当前，汽车轻量化材料主要有两类：一类是低密度轻质材料（如铝合金、镁合金、轻质塑料及复合材料），另一类是高强度材料（高强钢）。对比不同的轻量化材料，铝合金材料的性价比更高。从材料性能来看，碳纤维复合材料密度最低，为 1.5-1.8g/cm<sup>3</sup>；其次是镁合金，约为 1.8g/cm<sup>3</sup>；铝合金密度约为 2.7g/cm<sup>3</sup>，较为适中；高强度钢密度最高，接近 8.1g/cm<sup>3</sup>。从成本来看，高强度钢成本最低，其次是铝合金，镁合金成本是铝合金的两倍，碳纤维复合材料成本最高。从工艺成熟度来看，铝合金制造工艺与高强度钢制造工艺均较为成熟，成型成本适中；镁合金成型主要采用冷连接的方式，工艺成本较高；碳纤维材料成型和连接工业效率均较低，成本较高。同时，在龙头企业特斯拉的示范作用下，新能源汽车行业将积极探索一体化压铸工艺，未来铝合金用量将得到大幅提升。据 CM，预计到 2030 年，中国新能源汽车行业用铝占铝消费总量的比例将从目前的 3.80% 升至 29.40%。我们预计，未来，随着新能源汽车渗透率上升，汽车行业将逐步走向轻量化生产，单车用铝占比将进一步上升。

**图表 26: 2016-2024 中国乘用车单车用铝量**

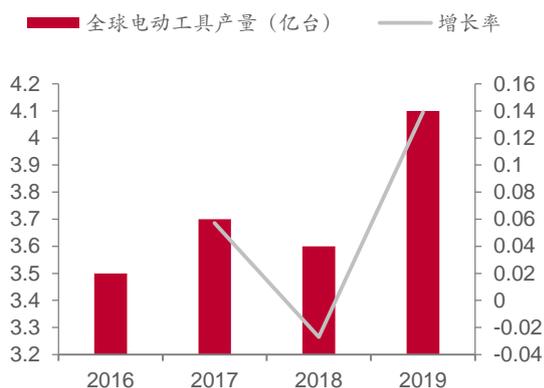


来源：公开发行股票说明书，中泰证券研究所

### 2.3 电动工具行业：无绳化产品有望放量增长

- **全球及中国电动工具市场规模稳健增长，中国已成为全球电动工具产能中心。**根据 Markets and Markets，2021 年电动工具行业全球市场规模达到 343 亿美元，预计 2026 年达到 452 亿美元，CAGR 为 5.7%。中国电动工具市场与世界电动工具市场的发展基本保持同步。据头豹研究院，2020 年中国电动工具行业市场规模达到 809 亿元，预计 2021 年至 2028 年中国市场复合年均增长率达到 7%。根据头豹研究所，2016 年到 2019 年，中国电动工具总产量维持在 2.7 亿台上下，占全球电动工具总产量的比重维持在 68%以上，这说明中国已经成为的电动工具龙头企业生产活动的增长引擎。

**图表 27: 2016-2019 全球电动工具产量**



来源：头豹研究院，中泰证券研究所整理

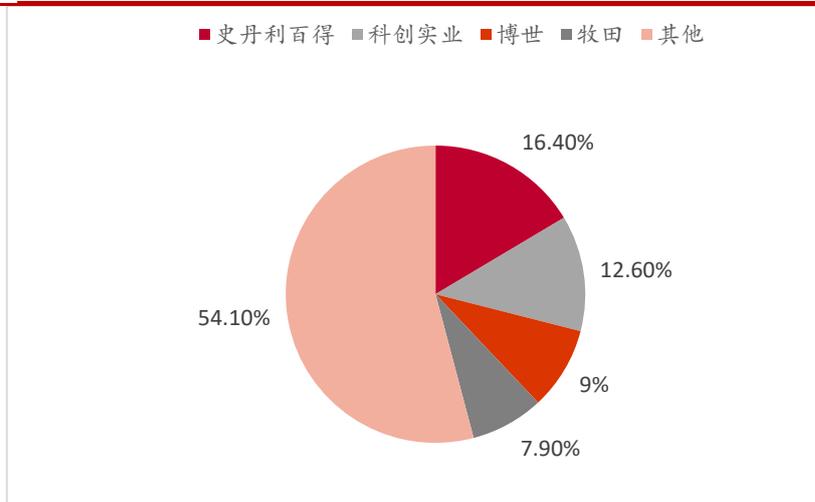
**图表 28: 2016-2019 中国电动工具产量**



来源：头豹研究院，中泰证券研究所整理

- **电动工具行业强者恒强，牧田表现亮眼。**经过多年的发展，全球电动工具行业已经形成了较为稳定和集中的竞争格局。史丹利百得、创科实业、博世、牧田等大型跨国企业占据了主要的市场份额，2020 年全球电动工具行业 CR4 为 45.9%，集中度较高。四家头部企业的市场份额分别为 16.4%、12.6%、9%、7.9%。在头部企业中，牧田是公司最大的客户，其营收近年来呈现稳健上升的趋势，2017-2021 年，牧田营业收入年复合增长率为 10.03%，2021 年达到 6083 亿日元，同比增长 23.4%。

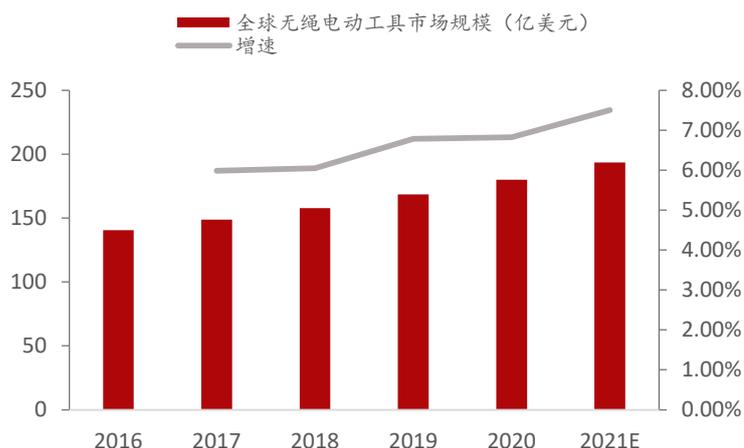
**图表 29: 2020 全球电动工具行业主要参与者市场占有率**



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

- **无绳类产品占比持续上升，将成为行业主要增长动力。**无绳类电动工具轻巧便携，以电池为动力，其出现丰富了电动工具的应用场景。这使得无绳电动工具市场迅速扩张，据华经产业研究院，2020年无绳类电动工具市场份额达64%。未来，随着电动工具的更新换代以及DIY趋势的流行，无绳类产品的市场份额有望进一步上升。

**图表 30: 2016-2021E 全球无绳电动工具市场规模**



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

### 三、公司看点

#### 3.1 持续加大研发，技术储备深厚

- **公司有较高的技术壁垒。**精密金属零部件行业作为技术密集型行业，对生产所需的模具、压铸设备以及生产所运用的金属液制备、精加工等工艺环节有非常严格的技术要求。公司大部分客户需求产品为非标准件的定制化产品，需要金属零部件厂商与下游客户共同开发来实现金属零部件最高效用。因此，公司在生产过程中构建独立的特殊生产工艺，具体表现在以特有的结构方案制作模具，或以特有的铝、锌及其他元素的材料配比制作金属熔液，亦或是以独特的技术方案对半成品进行精密加工。这些独特的技术方案为公司构建了工艺技术壁垒。
- **深耕专业，技术储备深厚。**公司是江苏省高新技术企业，2021年被认定为无锡市专精特新“小巨人”企业，深耕精密金属制造行业20年，培养了稳定成熟的技术团队，拥有丰富的制造经验，并不断加大研发投入，提升研发设计能力。截止于2021年末，公司拥有106项专利证书和5大核心技术，其中2项发明专利，104项实用新型专利，半年时间里增加了13项专利。

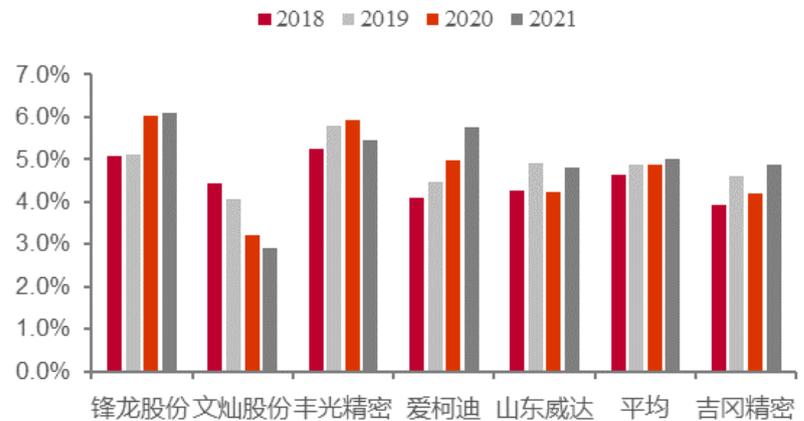
**图表 31: 公司核心技术介绍**

核心技术名称	技术来源	对应专利	对应产品	所处阶段
产品设计	自主研发	一种蒸汽加热器的改进结构、用于蒸汽拖把的蒸汽加热器主体的结构改进、蒸汽加热器的加热器主体结构、一种蒸汽加热器、蒸汽加热器的蒸汽出口结构、蒸汽加热器、用于蒸汽	蒸汽加热器	大批量生产
产品结构优化	自主研发	一种电动铝齿轮箱、多功能可调式电动钻孔 攻丝一体机外壳、一种木材修边机壳体	齿轮座、电钻座、轴承座、气缸导管等	大批量生产
模具结构优化技术	自主研发	一种模具定位机构、一种铝合金压铸件的整形模具、一种多穴复合冲切模	生产类技术，无直接对应产品	大批量应用
金属液体处理应用	自主研发	一种熔铸铝合金除气装置、一种铝合金复合除气装置	生产类技术，无直接对应产品	大批量应用
金属件外观处理	自主研发	一种具有降温功能的铝合金压铸件加工用切边装置、一种具有磨边功能的铝合金压铸件用冲切装置、一种铝合金压铸件表面毛刺去除装置、一种铝合金压铸件加工用切边装置、一种散热片铝合金压铸件加工用清理装置、一种用于铝合金压铸件表面缺陷检测的自动清洗装置	生产类技术，无直接对应产品	大批量应用

来源：公司招股书，中泰证券研究所整理

- 研发投入持续加大。**公司的研发费用从 2018 年的 786.4 万元增至 2021 年的 1836.61 万元，CAGR 高达 32.7%，2021 年公司研发费用同比增长 67.85%。研发支出占营收比重从 2018 年的 3.94% 稳步增长至 2021 年的 4.87%，处于行业平均水平。

图表 32: 2018-2021 可比公司研发费用占营收比例



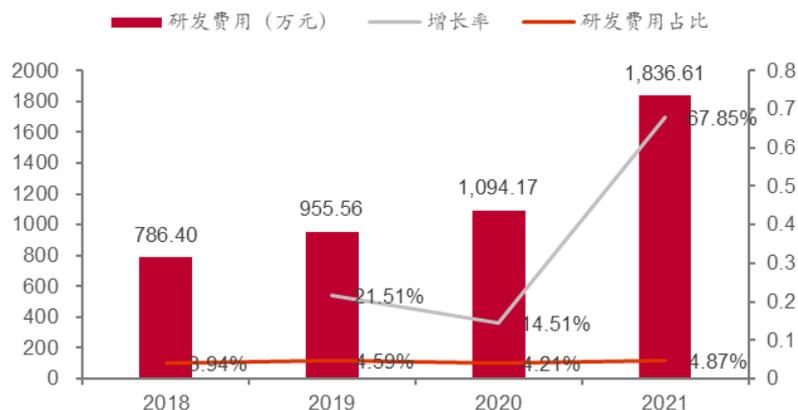
来源：Wind，中泰证券研究所整理

图表 33: 2021 同行业可比公司专利情况

公司名称	专利情况
丰光精密	6 项发明专利、119 项实用新型专利
东岩股份	5 项发明专利、30 项实用新型专利
文灿股份	5 项发明专利、35 项实用新型专利
锋龙股份	23 项发明专利、65 项实用新型专利
奇精机械	2 项外观专利、14 项发明专利、93 项实用新型专利
吉冈精密	2 项发明专利、104 项实用新型专利

来源：Wind，中泰证券研究所整理

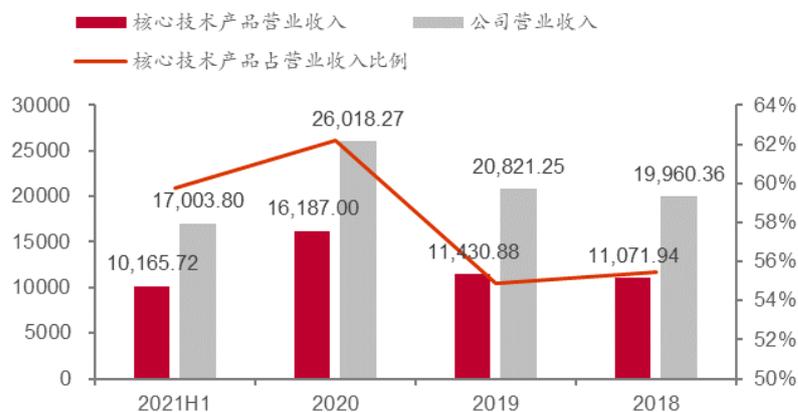
图表 34: 2018-2021 公司研发费用变化情况



来源: Wind, 中泰证券研究所整理

- **自主研发核心技术产品营收占比高。**2021年上半年公司的核心技术产品营业收入达到1.02亿元,占营业收入比例近60%。公司在产品、模具设计、结构优化、金属液体处理、金属件外观处理方面持续研发进展,不断在核心专利、金属熔液制备、生产工艺、制作流程、机器设备等方面取得突破,掌握了蒸汽加热器、高精度燃气分配器、铝合金复合除气装置等核心技术。目前,公司的核心技术完全自主研发,不存在对第三方的依赖。

**图表 35: 2018-2021H1 公司核心技术产品营收 (单位: 万元)**



来源: Wind, 中泰证券研究所整理

### 3.2 国内蒸汽加热器行业龙头

- 公司研发的蒸汽加热器,因其独特的结构工艺,使该产品蒸汽量大、温度高且不易结水垢,制造成本低,性能优秀,广泛应用于蒸汽拖把、蒸汽挂烫机、蒸汽吸尘器等清洁电器产品,占据蒸汽加热器垂直领域的优势地位。2018-2020年蒸汽加热器产品销售收入CAGR达到49.87%,公司取得蒸汽加热器相关专利共8项,其中,发明专利2项,实用新型专利6项。客户Shark作为蒸汽拖把垂直领域的销量冠军,是全球领先

蒸汽拖把品牌，对公司的这款产品高度认可，指定公司为其核心组件蒸汽加热器的独家供应商。2021年，公司凭借该产品的核心技术和优良品质，得到了更多优质客户的青睐，其中小米主动寻求合作研发。

**图表 36: 公司蒸汽加热器产品相关专利情况**

专利名称	专利号	取得日期	取得方式	专利类型
用于蒸汽拖把的蒸汽加热器	ZL201410071574.8	2015.11.18	原始取得	发明专利
蒸汽加热器	ZL201410071572.9	2015.10.28	原始取得	发明专利
一种蒸汽加热器的改进结构	ZL201420090100.3	2014.8.20	原始取得	实用新型
蒸汽加热器的加热器主体结构	ZL201420090008.7	2014.8.20	原始取得	实用新型
一种蒸汽加热器	ZL201420090106.0	2014.8.20	原始取得	实用新型
用于蒸汽拖把的蒸汽加热器主体的结构改进	ZL201420090038.8	2014.8.20	原始取得	实用新型
用于蒸汽拖把的蒸汽加热器结构	ZL201420090006.8	2014.9.17	原始取得	实用新型
蒸汽加热器的蒸汽出口结构	ZL201420090093.7	2014.9.17	原始取得	实用新型

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

### 3.3 汽车轻量化趋势驱动增长

- **新能源汽车引领轻量化趋势。**节能减排政策大力推动了汽车轻量化发展，轻量化路径实现过程中，对铝合金金属零部件的使用量会大幅提高。随着新能源汽车轻量化发展，具备质地轻、强度高特点的铝合金金属零部件在车身和零部件的渗透率会大大提高，包括特斯拉在内的知名品牌商持续引进大吨位压铸机，提升一体化压铸件整体体积，从而生产整体刚性、稳定性、精度更高的车身结构件。根据国际铝业协会的预测，中国乘用车单车用铝量在 2030 年将达到 242.2 千克，年复合增长率达 5.77%。
- **公司定制开发能力强。**公司具备模具设计开发能力，可满足高端客户高标准、高要求的定制化需求。凭借对精密金属制造行业的多年深耕，公司积累了丰富成熟的工艺经验，有实力参与客户的合作研发，直接参与产品设计，研制强稳定性、高精度的金属结构件。公司开发的电机结构件产品通过特斯拉质量验证并将运用在 Model 3 及 Model Y 车型，公司成功进入特斯拉供应链体系。2021 年，公司开发的电机转子产品已实现量产，将应用于 LG 的电机产品。2020 年，公司的电池连接件产品实现量产，成功进入宁德时代供应链体系；起动机壳体实现量产，成为全球汽车知名厂商博格华纳一级供应商。

公司目前约 30% 的收入来自于汽车零部件的销售，未来随着汽车逐步走向轻量化，铝合金等精密金属件的市场规模也会随之扩容，公司作为有着强研发能力的铝合金汽车零部件生产商也将持续获得相关业务增量。

**图表 37: 2018-2021 年汽车零部件销售收入 (单位: 万元)**



来源：公司招股书，中泰证券研究所整理

### 3.4 核心客户优质稳定，新客户拓展速度加快

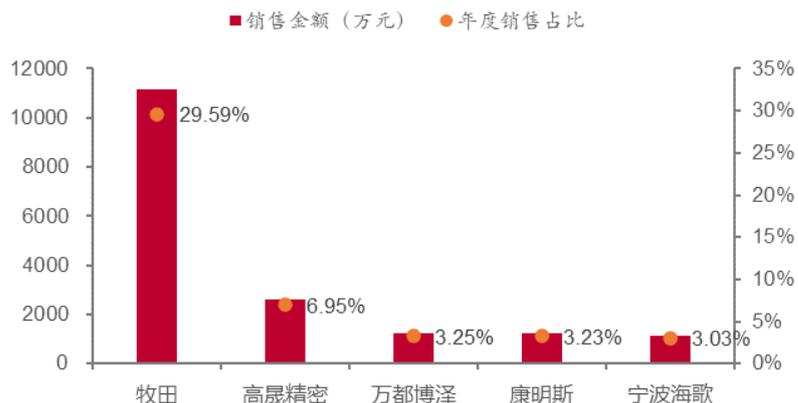
- **公司产品优质出色，核心客户合作稳定。**在电动工具零部件、蒸汽加热器、汽车零部件和设备零部件等领域均积累了稳定、优质的客户群体。公司主要客户为海内外知名品牌制造商，包括牧田、科沃斯、宁波海歌、三立车灯、万都底盘、普利司通、电装天、佳能等。公司前十大客户基本保持稳定，其中牧田、科沃斯、宁波海歌、三立车灯等连续三年成为公司前十大客户，整体变化较小。公司已成功进入特斯拉供应链体系，2021年与客户共同开发的应用于特斯拉 Model3 和 ModelY 的电机结构件产品，并先后开拓了小米、杭州时代电动、苏州浦项等新客户，相应产品进入试样阶段或已通过测试阶段或实现量产。

图表 38: 公司主要客户



来源：公司招股书，中泰证券研究所整理

图表 39: 2021 年公司主要客户销售收入及占比



来源：公司招股书，中泰证券研究所整理

- **最大客户牧田是全球电动工具领军企业，深度合作已超 10 年。**全球电动工具零部件的下游市场竞争格局较为稳定，CR5 接近 50%，集中度较高，以 SWK、TTI、Bosch、牧田为代表的国际巨头的垄断态势明显。牧田是全球最大的专门生产专业电动工具的制造商之一，根据 Stanley &Becker 的数据，2020 年，牧田生产的电动工具在全球电动工具的市场占有率为 12.7%。其中，牧田是公司最大的客户，自 2012 年开始合作，至今已有 10 年，2021 年，公司被评为牧田优秀供应商，同期还获得由牧田评定的杰出贡献奖。因此，牧田也对公司作为优秀供应商加大采购。2021 年公司对牧田以及其 OEM 厂商高晟精密的销售额分别达到 1.12 亿元和 2623.16 万元，占公司总营收比例接近 37%，公司与牧田的合作逐步深入，绑定程度进一步提升。
- **公司是全球领先地板清洁公司 Shark 的指定供应商。**成立于 1998 年，Shark 是全球知名的地面清洁产品厂商，根据 NPD Group 的数据，2015 年-2019 年在美国地板护理产品品类综合销售额第一；根据奥维云网数据，2019-2021 年线上线下清洁电器蒸汽拖把类目中市场份额(销售额)排名第一，是蒸汽拖把垂直领域的龙头。2012 年，Shark 主动与公司接触，公司应其需求组建蒸汽加热器研发团队，并于 2015 年取得蒸汽加热器的多项实用专利和发明专利。Shark 通过科沃斯、宁波海歌、卓力电器、苏州克林威尔电器有限公司等 OEM 厂商采购公司的蒸汽加热器，由 OEM 厂商组装成蒸汽拖把后再供应给 Shark。未来公司与 Shark 将继续保持稳定健康的合作关系。

### 3.5 产能逐步释放，规模进一步扩大

- 2018-2020 年公司产能分别为 2811 万件、3002 万件和 4040 万件，基本处于满产满销态势，产能利用率始终维持在较高水平。2021 年通过北交所上市募集资金 2.5 亿元，主要用于升级产线、扩张产能。计划项目建成后，公司将具备新增年产汽车零部件 800 万件、电动工具零部件 700 万件、通讯器材及加热器 400 万件、办公自动化零部件 400 万件、LED 照明灯具产品 100 万件、纺织机械零部件 500 万件、模具 150 付的生产能力。建设期拟定为 1.5 年，预计 3 年内可实现全产能生产，达

产后公司年产能将增加近 3000 万件，增幅 75%。随着产能逐步释放，公司拓展客户成效显著，我们预计公司整体产销规模将迎来放量增长。

## 四、盈利预测

### 4.1 营业收入拆分预测

- **营业收入预测：**受益于下游新能源汽车和清洁家电市场的高速发展，以及电动工具的稳健扩容，公司基于现有的稳定优质的核心大客户资源，不断开拓市场，拓宽下游客户渠道，伴随着行业的发展和下游客户业绩增长，我们预计公司在 2022 年-2024 年有望实现业绩较快增长。主营业务包括电子电器零部件、汽车零部件、其他零部件和其他业务，预计 2022 年-2024 年营业收入将分别达到 4.42 亿元、5.43 亿元、6.73 亿元，CAGR 为 23.5%。
- **电子电器零部件的收入占营收比例最大。**21 年该产品占比 52.31%。公司这部分业务收入主要来自于电动工具零部件和蒸汽加热器两个方面，而且大部分收入均来自于大客户，因此我们主要结合大客户的销售增长预期对该部分的营收进行预测。1. 电动工具用零部件。受电动工具无绳化升级趋势延续的带动，市场上相关产品的渗透率不断上升，电动工具的更新换代也逐渐提速。公司的电动工具用零部件主要销售给最大客户牧田。作为全球电动工具领先厂商，牧田自身的销售额也实现了较快增长，2020 年 4 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日，牧田的营业收入为 6083.31 亿日元，同比增长 23.5%。牧田快速的营收规模扩大也推升了公司的订单量。公司 2021 年来自牧田的收入达到 1.12 亿元，同比增长了 108%，我们预计 22-24 年仍将保持较高增速。2. 公司的蒸汽加热器收入主要来自大客户 Shark，作为全球最知名的蒸汽拖把品牌，Shark 品牌在 2021 年实现了 20.13 亿美元的营收，同比增长约 18%。公司 2018-2020 年蒸汽加热器产品销售收入 CAGR 达到 49.87%，我们预计 22-24 年，公司蒸汽加热器产品将持续维持较高增速水平。综上，我们对电子电器零部件业务进行整体预测，2022-2024 年，公司该部分业务收入 CAGR 为 25.8%。
- **汽车零部件增长速度亮眼。**21 年该产品占比为 34.45%。公司在新能源汽车零部件领域开拓成果显著，用于吉明美新能源汽车用马达冷却水泵用壳体开发成功，形成量产实现新增销售收入 1209.48 万元；2020 年开拓的大客户康明斯 21 年采购额同比增加 440.13 万元，达到 1218.44 万元，两年时间完成从 0 到千万的增长。销售给万都博泽（特斯拉供应链企业）的汽车零部件产品新增销售收入 1137.95 万元、外销客户下田同比新增销售额 831.06 万元。公司的汽车零部件收入从 2017 年的 3737 万元增长至 2021 年的 1.3 亿元，年复合增长率达到 36.57%，21 年同比增长 58.41%。我们预计，公司 2022-2024 年汽车零部件业务收入 CAGR 为 21.7%。
- **其他零部件业务：**该产品主要包括设备零部件和模具。20 年受到佳能以及铁美机械的订单下降影响，该产品收入略有下降，公司加大新品研发开拓，21 年该产品销售收入达到 4316.93 万元，同比增加 35.22%，增长动力主要来自新增模具销售收入，同比增加 556.54 万元。我们预计 2022-2024 年其他零部件业务 CAGR 为 18.2%。

- 其他业务营收占比较小，基本维持在 2%左右。预计 2022-2024 年收入分别为 816 万元、959 万元、1140 万元。

#### 4.2 毛利率预测

- **电子电器零部件**：21 年电子电器零部件的毛利率继续稳步增长，达到 29.6%。主要系下游大客户牧田的电动工具销量增长带动，以及蒸汽加热器的需求持续增长、平均单价有所上升，相关产品的产量增加带来的规模效应以及产品工艺改进，使得单位成本下降。我们预计随着蒸汽拖把的渗透率稳升、无绳电动工具、清洁小家电的销量持续提升，公司电子电器零部件订单会继续增加，产品规模效应将继续推升毛利贡献。预计到 2024 年，电子电器零部件业务的毛利率将达到 30.2%。
- **汽车零部件**：公司 2021 年汽车零部件部分的业务毛利率同比下降 6.47%，主要系汽车零部件的客户调价具有一定的滞后性，而同期的原材料采购价格上涨，未来随着客户价格调整到位，产品结构继续优化，公司将持续开拓毛利较高的产品销售比重，并提高该部分业务的毛利贡献，我们预计，2022-2024 年，汽车零部件毛利率为 21.8%\22%\21.9%。
- **其他零部件**：2019-2021 年间，其他零部件的毛利率为 32.34%/33.03%/35.2%，持续稳定增长，但因该部分业务收入占比下降，因此未对整体毛利产生明显影响。公司在产能饱和的情况下，对设备零部件客户进行优化，逐步放弃低毛利订单，未来我们预计该部分业务毛利率会继续稳中有升。2022-2024 年，其他零部件毛利率为 35.4%/35.5%/35.6%。

#### 4.3 期间费用率预测

- **研发费用率**：公司重视技术创新，不断加大研发投入，另外，公司产品大部分是客户定制，因此需要持续发力技术研发，2021 年公司研发投入占比达到 4.87%，同比增长 724.44 万元，增幅达 67.85%。我们预计，2022-2024 年研发费用率将继续提高。
- **销售费用率**：2019 年-2021 年，销售费用率呈逐年下降的趋势。公司主要客户为电子电器和汽车等行业的知名客户，核心大客户较为稳定，因此客户维护成本较低；公司通过客户推荐和客户主动联系等低成本方式开拓市场，导致营销推广费用较低。我们预计，随着整体业务规模扩大，下游客户拓展，销售费用率会小幅上升。
- **管理费用率**：该部分费用主要有职工薪酬、咨询服务费、办公水电费构成。公司 2019 年成立子公司武汉吉冈，2020 年逐步投产，管理人数增加，同时公司募投项目也将落地，随着公司人员规模扩大以及职工薪酬增长，公司的管理费用率也将在 3%以上的水平。
- **财务费用率**：公司财务费用主要由利息支出、利息收入、汇兑损失和手续费构成。公司资金使用效率较高，对债权融资的需求不大，预计未来财务费用率将维持在较低的水平。

#### 4.4 投资建议

- 同行业可比公司选取**锋龙股份、文灿股份、丰光精密、爱柯迪、山东威**

达。由于精密金属制造行业的下游应用领域较多，因此我们着重选取服务相似下游行业领域的，从事相类似业务且都具有一定技术实力的上市公司。

**图表 40: 可比公司盈利能力对比**

公司名称	2018-2021年	2018-2021年	2021年	2021年	2021年ROE (全面摊薄)
	营收CAGR	归母CAGR	毛利率(%)	净利率(%)	
锋龙股份	31.68%	20.07%	28.19%	12.43%	11.86%
文灿股份	36.41%	-8.11%	18.50%	2.36%	3.57%
丰光精密	12.84%	30.42%	36.75%	18.59%	15.30%
爱柯迪	8.53%	-12.85%	26.32%	10.07%	6.79%
山东威达	25.81%	34.31%	21.75%	12.03%	12.14%
平均	23.06%	12.77%	26.30%	11.09%	9.93%
吉冈精密	23.66%	33.00%	27.66%	14.97%	14.22%

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

**图表 41: 2019-2021 年可比公司主要财务指标对比**

	流动比率			速动比率			资产负债率(%)		
	2021	2020	2019	2021	2020	2019	2021	2020	2019
锋龙股份	2.37	2.41	2.80	1.73	1.88	2.13	47.02	27.87	23.68
文灿股份	1.20	1.18	2.37	0.93	0.95	2.11	54.18	53.92	42.31
丰光精密	3.99	8.20	6.97	2.91	6.50	5.22	11.54	6.31	7.41
爱柯迪	2.66	5.26	5.03	2.07	4.53	4.34	29.36	21.38	22.27
山东威达	2.46	3.87	3.97	1.92	3.14	2.98	35.73	20.09	19.07
平均	2.54	4.18	4.23	1.91	3.40	3.36	35.57	25.91	22.95
吉冈精密	3.66	1.26	1.08	3.08	0.92	0.79	22.15	55.01	58.94

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 42: 2017-2021 年可比公司期间费用率对比**

	2017	2018	2019	2020	2021
锋龙股份	16.62%	16.77%	15.82%	15.65%	14.50%
文灿股份	13.51%	15.81%	16.72%	16.66%	13.12%
丰光精密	20.96%	19.64%	17.98%	18.57%	16.83%
爱柯迪	12.20%	11.97%	13.67%	13.24%	17.30%
山东威达	14.63%	10.80%	12.73%	11.03%	9.56%
平均	15.58%	15.00%	15.38%	15.03%	14.26%
吉冈精密	8.80%	8.62%	9.27%	9.38%	9.52%

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

**图表 43: 可比公司估值对比**

股票简称	当前股价 (元)	EPS (元/股)			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
锋龙股份	9.66	0.47	0.51	0.67	20.76	19.05	14.46
文灿股份	50.64	0.30	0.78	1.65	169.15	64.96	30.67
丰光精密	9.15	0.37	0.42	0.55	24.93	21.89	16.49
爱柯迪	14.34	0.52	0.53	0.75	27.37	27.28	19.03
山东威达	10.38	0.84	0.86	1.12	12.31	12.14	9.24
平均		0.50	0.62	0.95	24.35	22.74	16.66
吉冈精密	13.51	0.62	0.74	0.95	21.89	18.15	14.21

来源: Wind, 中泰证券研究所 备注: 1. 股价取自 6 月 9 日收盘价 2. 平均 PE 的计算剔除了最高值和最低值

- 我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.42 亿元、5.43 亿元、6.73 亿元, 归母净利润分别为 0.68 亿元、0.87 亿元、1.1 亿元, 2022-2024 年归母净利润 CAGR 为 27.2%, 以当前总股计算的摊薄 EPS 分别为 0.74 元、0.95 元、1.20 元。公司当前股价对 2022-2024 年 EPS 的 PE 倍数分别为 18.1 倍\14.2 倍\11.3 倍, 参考可比公司估值, 并考虑行业持续景气带来的高增长, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险因素

- 下游市场销量不及预期风险。
- 大客户依赖风险: 客户集中度较高, 存在一定的大客户依赖风险。
- 原材料价格波动风险: 公司产品中直接材料成本占生产成本的比重较大。公司所用的直接材料主要是钢材和钢制品, 钢材价格的波动性给公司成本控制带来一定经营压力。如果未来钢材价格持续大幅波动将直接影响公司的生产成本, 对公司的盈利水平带来影响。
- 新冠疫情反复的风险: 全球新冠疫情局势不明朗或出现新的病毒变种, 导致经济下滑, 下游订单量不及预期的风险。
- 中美贸易关系紧张的风险: 中美关系未能出现缓和, 国际贸易摩擦加剧, 关税上升等风险。
- 市场空间测算偏差风险: 研究报告中的市场空间测算均基于一定的假设条件, 假设条件存在实际达不到的可能性, 市场空间测算存在偏差的风险。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险: 研究报告中的数据 and 资料来自于公司招股书、公告、第三方研报等公开渠道。公开资料更新频次存在不确定性, 研报所用数据可能存在信息滞后或更新不及时的风险。



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。