

兴瑞科技（002937）

引领新能源车集成化，嵌塑件打开公司成长天花板

买入（首次）

2022年07月31日

证券分析师 唐权喜

执业证书：S0600522070005

tangqx@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书：S0600521080008

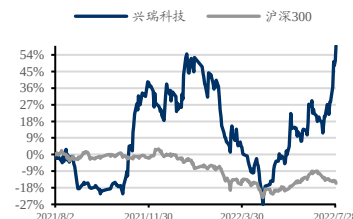
baoxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,252	1,705	2,375	3,200
同比	20%	36%	39%	35%
归属母公司净利润（百万元）	113	193	333	478
同比	-11%	70%	72%	44%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.38	0.65	1.12	1.60
P/E（现价&最新股本摊薄）	61.96	36.35	21.10	14.70

投资要点

- **公司立足精密制造，“智能终端+汽车电子”双赛道蓄力高增长。**兴瑞科技专注于各类精密零组件的研发、制造和销售，产品主要应用于智能终端、汽车电子和消费电子三大领域。公司自2018年与松下协同研发嵌塑工艺，成功掌握镶嵌注塑核心工艺，借助先发优势进入新能源汽车头部厂商供应链，此后将新能源汽车电子作为公司重点布局方向。2021年公司总营收达12.5亿元，同比增长20%，其中汽车电子板块营收占比增长至32%。公司持续重点布局新能源汽车电子和智能终端领域，通过加大研发资源投入、扩张海内外产能、积极外延并购等方式，驱动业绩高质量增长。
- **新能源车用嵌塑件成为公司新的业绩增长引擎。**新能源汽车电气高压化、系统集成复杂度显著提升，嵌塑件通过注塑包裹方式实现模块内金属零部件绝缘集成，在实现安全连接的同时提高车内系统模块集成度，正在引领新能源车BDU、PDU等部件的集成化趋势。兴瑞科技协同松下率先合作研发出精密镶嵌注塑件，实现从零组件到模组的生产能力突破，产品已经进入宝马、通用、尼桑等车企新能源车的供应链，国内市场，公司与宁德时代、汇川、国轩高科等企业深度合作，并且公司前瞻性布局，成立热管理公司，为长期发展奠定基础。2021年公司汽车电子板块实现营收3.9亿元，同比增幅达60%，未来随着新能源车用嵌塑件的快速起量，公司车载业务有望迎来快速增长。
- **智能终端产业链转移，公司建厂东南亚提前卡位。**随着5G、物联网等新兴基础设施普及和大众消费观念升级，智能家居终端产品加速渗透，全球智能家居市场达千亿美元。公司持续提升智能终端产品丰富度，横向上将应用领域从智能机顶盒及网关拓展至智能安防、智能电视、智能穿戴等领域，纵向上强调从单功能零组件向更高价值量结构模组的研发思路。另外，公司顺应智能终端产业链向东南亚转移趋势，在越南和印尼建厂布局智能终端产能，充分利用区位优势降低生产成本，并切入更多客户供应链体系。随着公司海外产能的逐步释放，智能终端业务实力将进一步增强，有望稳健贡献收入增量。
- **盈利预测与投资评级：**新能源汽车用嵌塑件出货量持续攀升，公司有望凭借客户与技术优势充分受益。基于此，我们预测公司22-24年度归母净利润分别为1.9亿元/3.3亿元/4.8亿元，当前市值对应PE分别为36.3/21.1/14.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游市场需求不及预期；汇率波动风险；大宗商品价格波动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.59
一年最低/最高价	11.00/23.59
市净率(倍)	6.42
流通 A 股市值(百万元)	6,830.57
总市值(百万元)	7,026.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.68
资产负债率(% ,LF)	23.91
总股本(百万股)	297.85
流通 A 股(百万股)	289.55

相关研究

内容目录

1. 立足精密制造，业务扩张蓄力长期成长	4
1.1. 聚焦精密零组件二十余载，布局“智能终端+汽车电子”双赛道	4
1.2. 公司营收迎来向上加速拐点，产能扩张蓄力长期成长	6
2. 引领集成化趋势，新能源车用嵌塑件打开公司成长天花板	8
2.1. 嵌塑件引领新能源汽车集成化趋势	8
2.2. 公司技术积累深厚，拥抱核心客户共同成长	11
3. 智能终端产业链转移，公司建厂东南亚提前卡位	13
3.1. 智能家庭终端产品加速渗透，市场规模稳定提升	13
3.2. 积极拓展产品品类，顺应趋势布局东南亚产能	14
4. 盈利预测与投资评级	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 兴瑞科技业务布局图.....	4
图 2: 兴瑞科技发展历程（蓝底部分为汽车电子领域发展历史）.....	5
图 3: 兴瑞科技股权结构（截止 2022 年 7 月 7 日）.....	5
图 4: 公司营业总收入情况（单位：百万元）.....	6
图 5: 公司近三年产品收入结构.....	6
图 6: 公司归母净利润情况（单位：百万元）.....	7
图 7: 公司销售毛利率、归母净利率情况.....	7
图 8: 传统装配方式下电机控制器内部组件集成度较低.....	8
图 9: 嵌件注塑工艺提高产品集成度.....	9
图 10: 采用镶嵌注塑工艺的汽车电池设计.....	9
图 11: 兴瑞科技嵌塑件在汽车电池及周边模块得到广泛应用.....	9
图 12: 新能源汽车系统集成化趋势.....	10
图 13: 嵌塑件针对新能源汽车发展趋势的解决方案优势.....	10
图 14: 新能源汽车出货量将加速攀升（单位：万辆）.....	10
图 15: 公司协同核心客户合作研发起步.....	11
图 16: 兴瑞科技镶嵌注塑件汽车领域客户.....	11
图 17: 兴瑞科技具备一站式服务能力.....	12
图 18: 兴瑞科技新能源汽车业务版块布局规划.....	12
图 19: 东莞项目效果图.....	13
图 20: 慈溪产业基地效果图.....	13
图 21: 智能家庭终端产品图谱.....	14
图 22: 智能家庭终端市场驱动因素.....	14
图 23: 全球智能家庭终端市场规模及预测.....	14
图 24: 兴瑞科技智能家庭终端产品.....	15
图 25: 兴瑞科技智能家庭终端产品应用场景.....	15
表 1: 公司股权激励考核要求.....	6
表 2: 兴瑞科技 IPO 后新建产能梳理.....	7
表 3: 不同类型汽车工作电压对比.....	8
表 4: 公司分业务营收预测（单位：百万元）.....	17
表 5: 可比公司估值（截至 2022 年 7 月 31 日）.....	17

1. 立足精密制造，业务扩张蓄力长期成长

1.1. 聚焦精密零组件二十余载，布局“智能终端+汽车电子”双赛道

兴瑞科技成立于2001年，于2018年9月26日在深圳证券交易所中小企业板上市。公司二十余载专注于精密零组件的研发、制造和销售，产品应用领域从最初的消费电子逐步拓展至智能终端和汽车电子板块。汽车电子板块的产品正从最初的传统汽车电子产品向新能源汽车电子产品转型，公司凭借多年的技术积累，公司的产品种类从最初的零组件向模组发展，产品附加值逐步提升，目前已经具备新能源汽车领域镶嵌注塑件及模具产品的生产能力。公司通过核心客户松下成为宝马、日产、凯迪拉克等车企供应商，并在国内绑定汇川、宁德时代、国轩高科等客户，进入到长安、理想等知名车企供应体系，未来有望进一步拓宽下游客户群。

图1：兴瑞科技业务布局图

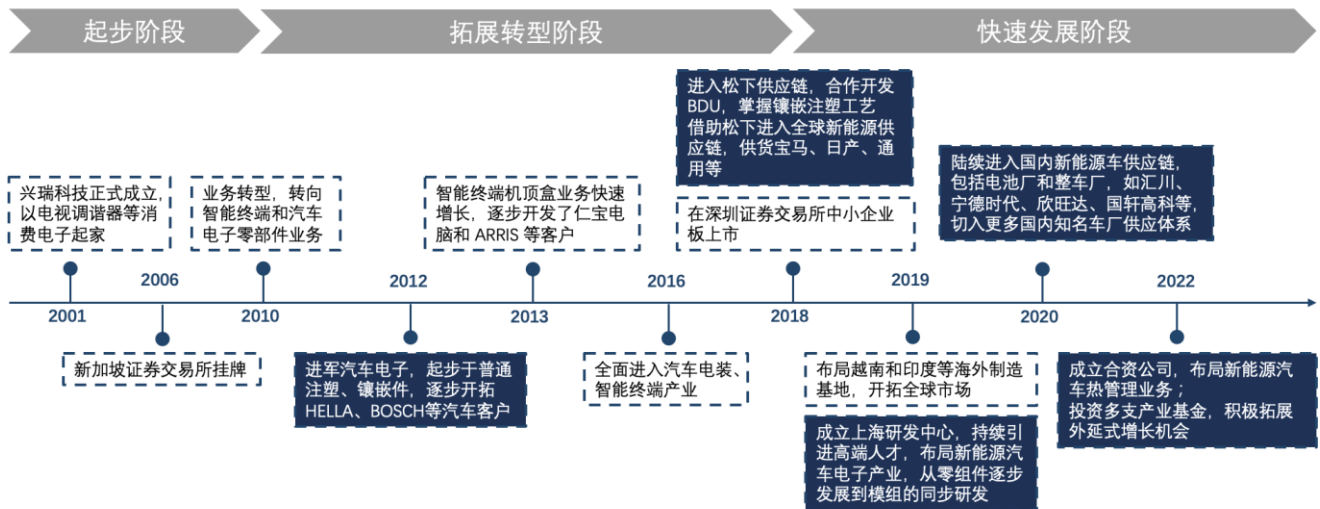


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司聚焦精密零组件二十余载，从消费电子逐步拓展至智能终端与新能源汽车领域。1) 2001-2009 年为起步阶段。兴瑞科技期初主要产品为 TV-Tuner（电视调谐器零组件）。2008 年起公司跟随下游客户从消费电子业务积极拓展至智能终端和汽车电子业务。2) 2010-2017 年为拓展转型阶段，跟随业界领先日本厂商合作研发镶嵌注塑工艺，正式进军汽车电子领域。公司持续进行业务战略转型，在智能终端领域，跟随 TECHNICOLOR 等客户拓展至智能网关、智能音箱、智能电视等智能终端品类。在汽车电子领域，公司自 2012 年起正式进军汽车电子，开始研发汽车电子连接器和精密结构件，开拓更多汽车电子客户。3) 2018-2022 年为快速发展阶段，协同松下研发 BDU、PDU 等部件用镶嵌注塑件，切入新能源汽车行业多个知名车企供应链。2018 年公司与松下合作开发 BDU、PDU，掌握新能源车用嵌塑件生产工艺，通过核心客户松下成为宝马、尼桑、通用等车企供应商，并逐步在国内拓展汇川、宁德时代、国轩高科等客户，进一步切入国内长安、理想等知名车企供应体系。同时公司前瞻性布局，

合资成立热管理公司，为公司长期发展奠定基础。

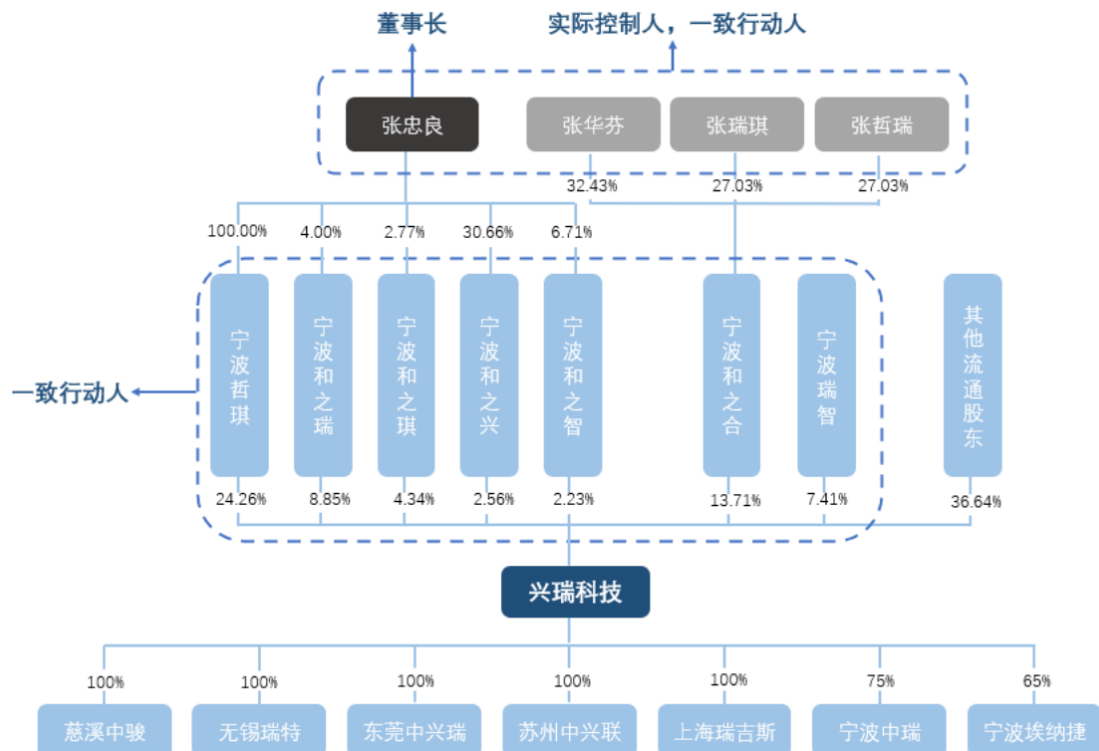
图2：兴瑞科技发展历程（蓝底部分为汽车电子领域发展历史）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权相对集中。张忠良先生为兴瑞科技创始人，硕士毕业于新加坡南洋理工大学，在精密结构件业务上有超 30 年的经验，并在二十多年来成功带领公司多次转型发展，从消费电子市场逐渐拓展至智能终端、汽车电子、新能源汽车等高成长空间市场。张忠良先生目前担任公司董事长，且与其三位直系亲属张华芬、张瑞琪、张哲瑞一同构成公司的共同实际控制人。公司治理结构稳定，有利于长期战略的制定与执行。

图3：兴瑞科技股权结构（截止 2022 年 7 月 7 日）



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

股权激励计划驱动长期发展。公司于2021年1月实施股权激励计划，截至2021年末激励累计涉及对象达140名公司中层管理人员及核心骨干技术（业务）人员。公司2021年度营业收入12.5亿元，较2020年同期增加20%，超额完成营收增长15%的业绩考核要求，有30%的股权激励股票达到解除限售条件。股权激励计划反映了公司对业绩增长的信心，进一步完善了对核心骨干人员的中长期激励制度，有利于维护公司人员稳定性，提升了企业的长期价值创造能力。

表1：公司股权激励考核要求

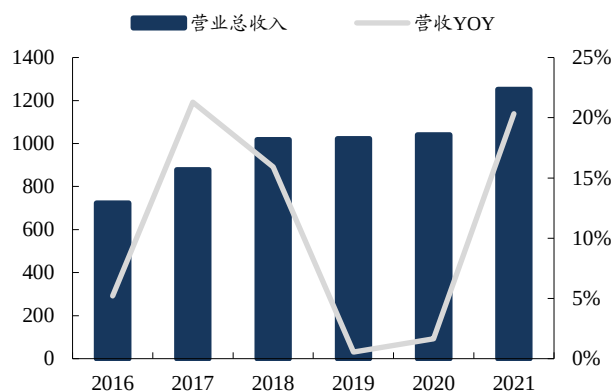
考核会计年度	公司业绩考核目标	个人绩效考核要求	解除限售比例
2021	指标 1：以 2020 年的净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 15%； 或指标 2：以 2020 年的营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 15%	个人绩效考评结果为合格（考核分数满分 100 分，达到 60 分以上）	30%
2022	指标 1：以 2020 年的净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 40%； 或指标 2：以 2020 年的营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 40%		30%
2023	指标 1：以 2020 年的净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 60%； 或指标 2：以 2020 年的营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 60%		40%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司营收迎来向上加速拐点，产能扩张蓄力长期成长

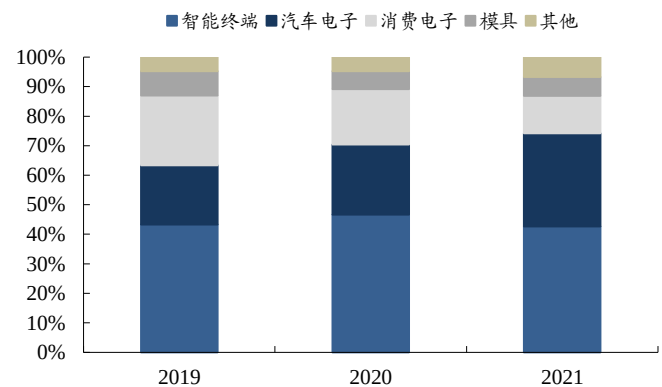
公司营收出现向上加速拐点，汽车电子业务占比提升。2021 年公司总营收达 12.5 亿元，同比增速重回高点达 20%。从历年营收情况及产品收入结构来看，收入的高增长主要系 2021 年汽车电子产品收入同比增长 60%达 3.9 亿元，占总营收比重同比增长 8.0ppt 达 32%。尤其是在新能源汽车领域，公司通过与松下等大客户的同步研发实现了新能源汽车 PDU、BDU 等部件用嵌塑件产品的突破，BDU 精密镶嵌注塑件、鱼眼端子、连接器等产品进入头部新能源汽车厂商供应链，带来汽车电子业务的快速增长。

图4：公司营业总收入情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司近三年产品收入结构

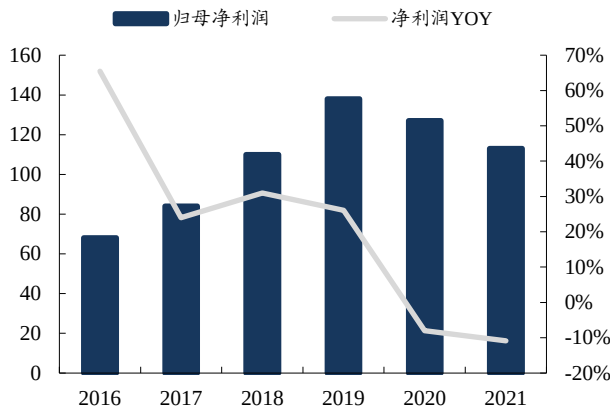


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

成本改善叠加产品结构调整有望提升公司盈利能力。受原材料涨价、汇率波动、

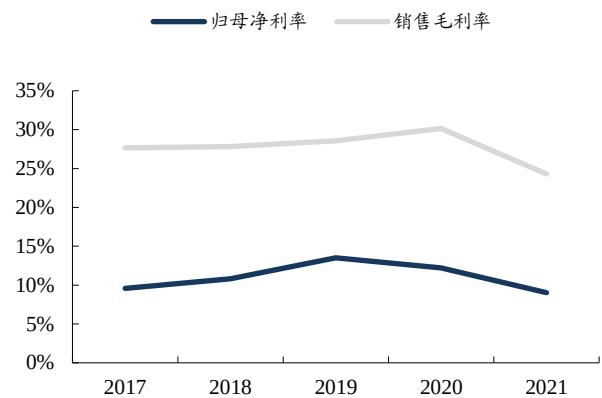
海外疫情等因素影响，公司 2021 年归母净利润同比下降 11%至 1.1 亿元，整体毛利率同比下降 5.9ppt 至 24%。近期，铜等大宗商品价格逐步回调，此外，公司也不断调整产品结构，将业务重心逐步转移至毛利率水平较高的智能终端和汽车电子板块，增强整体盈利能力。公司 2022 年 Q1 毛利率已经呈现明显回升趋势，下半年有望恢复到历史同期水平。

图6：公司归母净利润情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司销售毛利率、归母净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内外产能扩张有序推进，快速响应客户旺盛订单需求。1) 在国内，公司目前在浙江宁波、江苏苏州、江苏无锡、广东东莞已设有制造工厂，用于新能源汽车电子精密零组件、智能终端精密结构件、消费电子元器件等各类产品的研发、制造及销售。2021 年公司在东莞、慈溪两地新建工厂，2021 年年底兴瑞东莞工厂建成，主要用于生产新能源汽车电子精密零组件及智能终端精密结构件，预计 2022 年内投产；2021 年 6 月兴瑞科技在浙江慈溪建设的“新能源汽车零部件产业基地”一期项目已按规划推进，拟年产 126 万套汽车电池零组件及 1300 万套 5G 智能终端，预计 2024 年投产。2) 在海外，公司顺应全球智能终端产业链向东南亚转移的趋势，在越南和印尼建厂布局智能终端产品线。公司未来仍会着重在新能源汽车电子和家庭智能终端领域进行产能扩充，满足不断增长的下游客订单需求，提升市占率。

表2：兴瑞科技 IPO 后新建产能梳理

产能建设主体	产能规划	应用领域	产能进度
兴瑞科技(母公司)	年产 1000 万套 RFTUNER、1000 万套散热件、1000 万套大塑壳等 STB 精密零部件及 900 万套汽车电子嵌塑精密零部件	消费电子、智能终端、汽车电子	已投产
越南兴瑞	年产 1000 万套 RFTUNER、1000 万套散热件及机顶盒精密注塑外壳零组件	智能终端	2020 年已投产，一期产能已配置到位并正常量产，二期根据需求正筹备规划
苏州中兴联	汽车电子连接器	汽车电子	已投产
东莞中兴瑞	新能源汽车电子精密零组件及服务器精密结构件	新能源汽车电子、智能终端	2022 年 6 月通过政府验收，预计 2022 年内投产
兴瑞慈溪工厂	年产 126 万套汽车电池零组件及 1300 万套 5G 智能终端	新能源汽车电子、智能终端	一期项目于 2022 年 7 月正式开工，预计 2024 年投产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 引领集成化趋势，新能源车用嵌塑件打开公司成长天花板

2.1. 嵌塑件引领新能源汽车集成化趋势

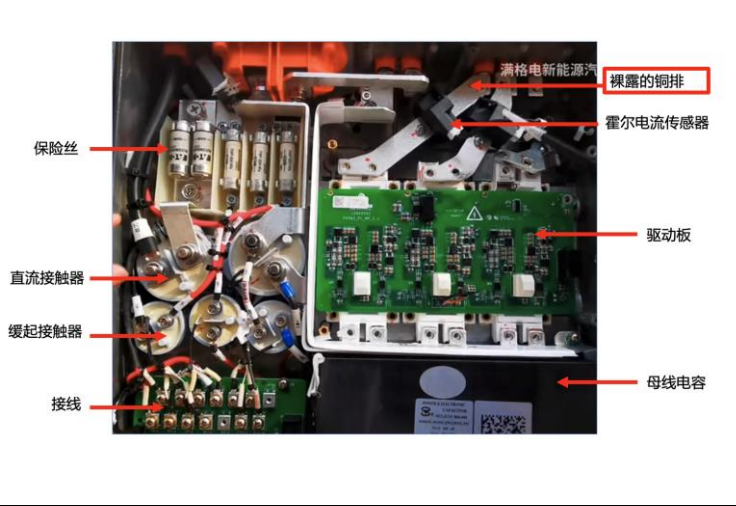
新能源汽车电气电压提升，传统装配方式下三电系统内部零组件集成度低，而且承受高电压电流的金属裸露在空气中可能存在安全隐患。新能源汽车相较于传统燃油汽车，由蓄电池提供电力驱动，工作电压高达几百伏，而且高压系统工作时的放电电流时常高达数十安甚至几百安。由于新能源汽车的电流要求较高，并且充电速度快电压高，所以新能源汽车中多数使用大电流铜排软连接来承载车内的大电流和高电压，镶嵌注塑件就是使用绝缘的塑料将各金属件包裹起来并集成在一起，使得金属器件之间实现安全绝缘，降低金属裸露在空气中可能存在的安全隐患。

表3：不同类型汽车工作电压对比

车辆类型		电池电压
混动汽车	自动启停	12V
	微混	12-25V
	弱混	36-48V
	中混	110-160V
	强混	200-280V
	策略混动	320-420V
纯电动汽车	增程式	220-1000V

数据来源：电动邦、知乎，东吴证券研究所

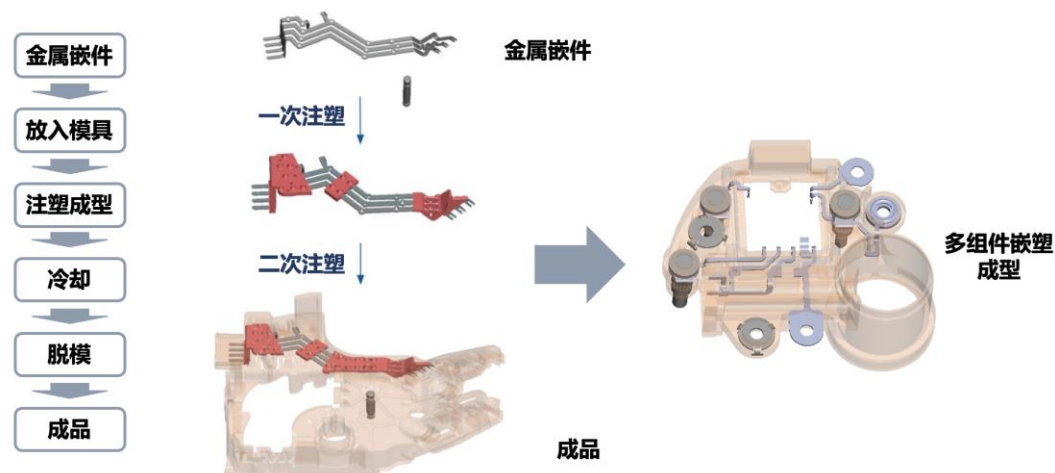
图8：传统装配方式下电机控制器内部组件集成度较低



数据来源：满格电汽修学院，东吴证券研究所

嵌塑件通过注塑包裹方式引领系统集成化趋势，助力汽车轻量化、成本下降的同时保障汽车电气安全。传统的装配方式是产品分开生产再统一装配，这种方式存在很大的弊端，一是在电镀、运输过程中金属件容易变形，二是难以实现各金属嵌件之间完全隔离从而容易造成短路，而且组装的零件容易松动脱落，在装配过程中容易造成绝缘皮破损，存在安全隐患；镶嵌注塑件是先将金属嵌件预先放置在模具中，然后再注塑成型，开模后金属嵌件被固定在塑胶内部，实现了车内电器、线束相互之间的绝缘保障汽车电气安全，同时嵌塑件通过将系统内零组件集成在一起，提高产品集成度驱动成本下降。

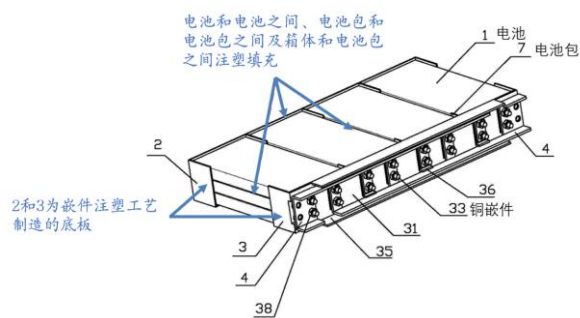
图9：嵌件注塑工艺提高产品集成度



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

镶嵌注塑工艺已经在新能源汽车的电池、电控领域得到应用。新能源汽车的电池及电池管理系统内部有很多高压元器件，其可导电部分容易发生直接接触而造成短路风险，汽车底部空间有限无法保证每个元器件之间保持足够的距离，而且汽车运行环境恶劣，易发生颠簸、碰撞使得零部件移位。而镶嵌注塑工艺可以通过使用绝缘的注塑材料将各器件集成起来，使得各个器件之间都有绝缘材料隔离，防止短路的同时缩短器件距离，有注塑材料在器件之间能够起到在碰撞时保护各电子元器件的作用；同时镶嵌注塑工艺通过嵌件铜排让高压元器件实现电连接，使得电池、PDU 等高压电器系统集成与空间利用率得到提高。当前汽车连接器制造主要都采用了嵌件注塑的方式，嵌塑件也已经在汽车的电池、电控领域得到运用并加速渗透。

图10：采用镶嵌注塑工艺的汽车电池设计



数据来源：《一种电动汽车电池箱》，东吴证券研究所

图11：兴瑞科技嵌塑件在汽车电池及周边模块得到广泛应用

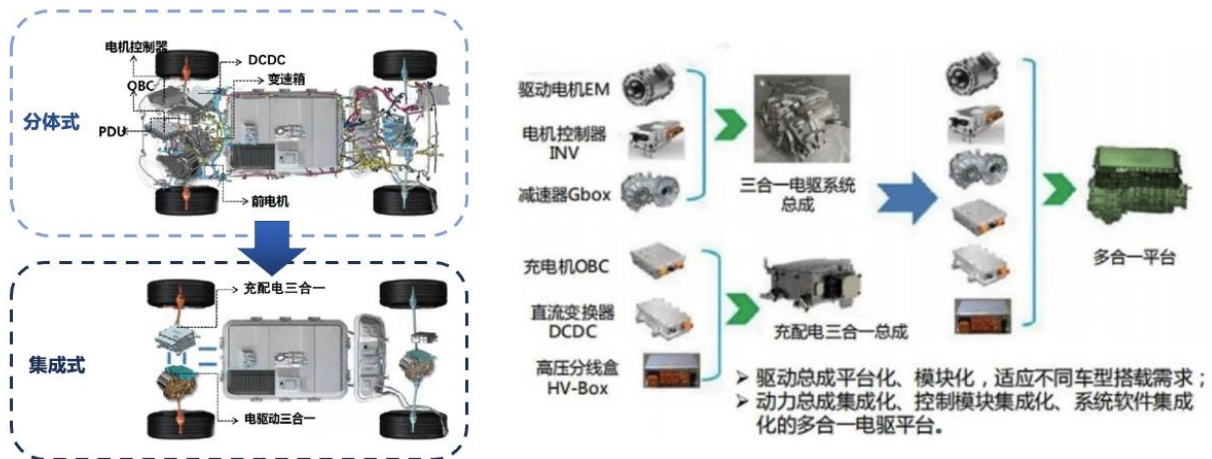


数据来源：兴瑞科技，东吴证券研究所

新能源汽车集成化趋势确定，镶嵌注塑件在新能源汽车端应用将持续拓宽。在汽车设计架构精简化和系统成本下降需求的驱动下，新能源汽车硬件系统集成化逐步加速，汽车硬件系统集成通过将模组的壳体、铜排等金属零部件集成在一起，减少了零件的数量和部件数量，同时通过将各器件之间高度集成，能够减少线束长度，最终达

到系统成本最优、空间更简洁。从集成路径来看，预计大三电系统的驱动电机、电机控制器、减速器将率先整合为三合一电驱系统总成，小三电系统的充电机、直流变换器、高压分线盒整合为充配电三合一总成，最终再逐步整合为多合一的集成方案。目前汇川、华为等均已经推出了多合一的集成系统。嵌件注塑工艺也将受益新能源汽车的集成化趋势，从在 PDU、DCDC 等分立部件的系统集成，加速走向将多个分立部件集成在一起的集成化之路。

图12：新能源汽车系统集成化趋势

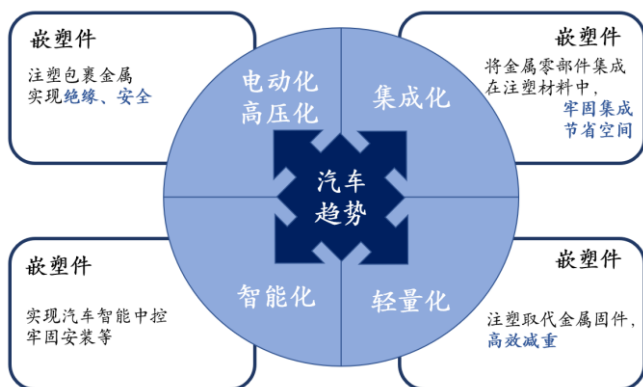


数据来源：电动邦，线束工程师之家，东吴证券研究所

➤ 新能源汽车出货量加速攀升，镶嵌注塑件有望充分受益

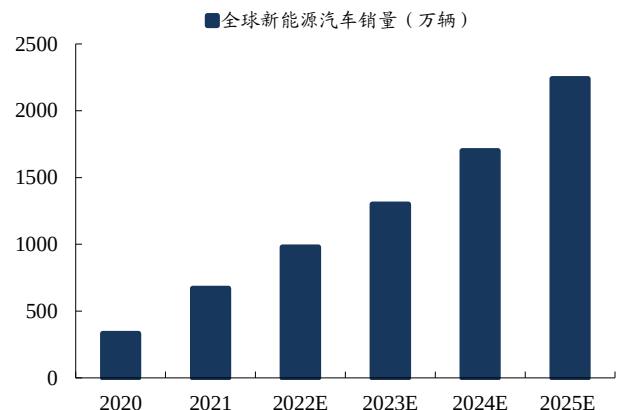
针对新能源汽车发展集成化、智能化、轻量化、电动化高压化等发展趋势，镶嵌注塑件凭借安全绝缘、牢固集成、高效减重等优势提供了可靠的解决方案，松下协同公司率先引领镶嵌注塑件在新能源汽车 BDU、PDU 等部件内应用，公司嵌塑件产品通过松下供应体系进入到宝马、日产、通用等国际车企知名车型，目前长安为代表的国内车企也开始加速推进嵌塑件在车内应用，嵌塑件正在新能源汽车端加速渗透，未来随着新能源汽车出货量稳定增长，新能源车用嵌塑件市场规模有望持续攀升。

图13：嵌塑件针对新能源汽车发展趋势的解决方案优势



数据来源：东吴证券研究所整理

图14：新能源汽车出货量将加速攀升（单位：万辆）



数据来源：EVTank，东吴证券研究所

2.2. 公司技术积累深厚，拥抱核心客户共同成长

协同大客户合作研发起步，拥抱核心客户共同成长，抢占新能源汽车用嵌塑件先发优势。公司于2018年和松下协同研发新能源汽车BDU，掌握了核心镶嵌注塑工艺，并通过松下先后进入了日产e-Power、宝马IBMU、通用bev3平台，并陆续为基于这些平台的车型批量供货。公司通过松下绑定核心客户宝马、日产、凯迪拉克等知名车企，公司借助嵌塑件技术先发优势以及核心客户优势进一步展开技术深化布局和客户拓展。

图15：公司协同核心客户合作研发起步



数据来源：东吴证券研究所整理

公司深度绑定汽车产业链国内外大客户，客户壁垒加深公司新能源车用嵌塑件护城河。公司深耕全球大客户并获得相关领域全球知名客户的认可，在汽车电子和新能源汽车领域与松下、博世、海拉等国际厂商构建了长期合作关系，得益于与大客户同步研发积累的技术和量产能力，公司在国内成功拓展新能源汽车头部企业的合作机会，目前覆盖国内客户宁德时代、汇川、国轩高科等，并通过这些国内客户进入到长安、蔚来等知名厂商的供应体系。新能源车用嵌塑件具有客户认证壁垒，验证周期长，下游车厂完成验证后不会轻易更换供应商。公司通过绑定核心车企客户构筑起客户认证壁垒，未来有望充分受益行业增长红利。

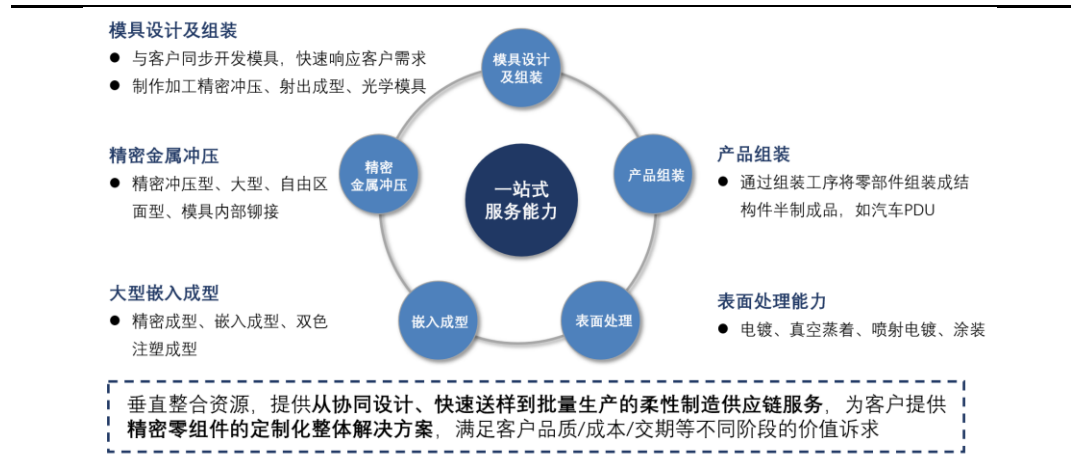
图16：兴瑞科技镶嵌注塑件汽车领域客户



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司拥有同步研发及垂直整合资源的能力，可提供具有国际一流水准的高品质产品。公司自成立以来一直致力于精密模具和精密电子零部件产品的技术研究和工艺探索，能够提供一站式资源整合能力，具备包括模具设计与制造、冲压、注塑、金属电镀、模具制造、组装在内的全制程工艺。在下游产品形态不断更迭的环境下，具备独立设计、生产能力的兴瑞科技可为客户提供不同价值、不同批量的高品质定制服务，巩固公司在产业链中的优势地位。

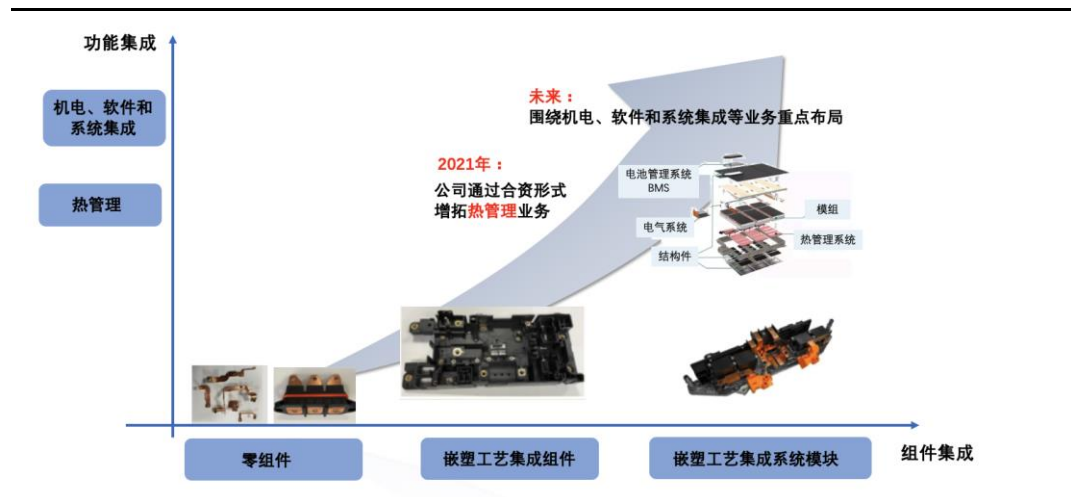
图17：兴瑞科技具备一站式服务能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司横向拓展布局汽车热管理业务，推动电子电气系统零部件、机电一体化模组拓展开发。兴瑞科技积极拓展国际一流汽车零部件供应商、电池供应商及车企客户。同时，以精密嵌件成型（从小型（连接器）到大型（BDU/PDU 底座））技术为核心，加快在新能源汽车功能单元方面的零件研发布局、制造工艺提升和功能模块集成，嵌入客户前期开发流程，为客户提供精密零部件和功能组件的定制化系统解决方案。兴瑞科技产品业务实现从零部件逐步拓展至新能源汽车的各个模块。2021年，公司通过合资形式增拓新能源汽车热管理业务，进一步提升公司在新能源领域竞争力。公司未来将重点围绕机电、软件和系统集成等业务重点布局。

图18：兴瑞科技新能源汽车业务版块布局规划



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

东莞项目竣工，慈溪基地开建，新能源汽车零部件产能放量将助力快速成长。2022年6月29日，东莞子公司“新能源汽车电子精密零组件及服务器精密结构件扩产项目”顺利通过竣工验收，该项目自2020年12月29日奠基，主要产线为新能源汽车电子精密零组件。2022年7月3日，兴瑞科技在慈溪高新区投资建设的项目一期“新能源汽车零部件产业基地”，总投资6.62亿元人民币，预计2024年投产。新建项目有助于进一步扩大公司产能，满足下游市场业务需求，将进一步推进公司在新能源汽车领域的产业布局。

图19：东莞项目效果图



数据来源：兴瑞科技，东吴证券研究所

图20：慈溪产业基地效果图



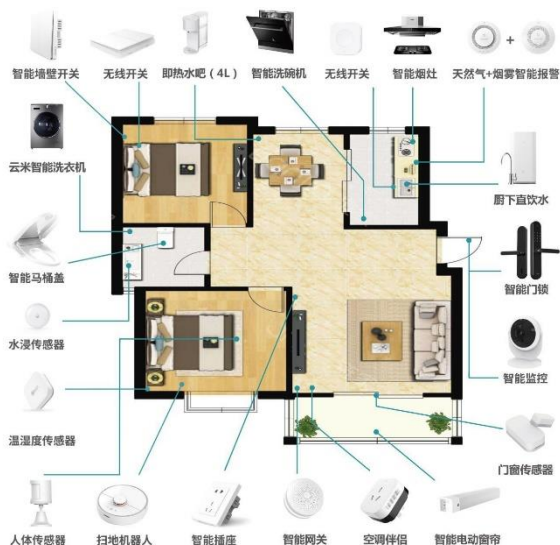
数据来源：兴瑞科技，东吴证券研究所

3. 智能终端产业链转移，公司建厂东南亚提前卡位

3.1. 智能家庭终端产品加速渗透，市场规模稳定提升

智能家庭终端产品加速落地，全屋智能化驱动市场规模持续增长。在新型基础设施层，5G技术逐步普及，带动物联网和人工智能应用的落地和推广，并给智能终端行业带来新的发展机遇。在需求端，终端用户的可支配收入提高叠加消费观念升级，对智能家居设备的消费需求从娱乐、尝鲜逐步向提高生活质量全面转移。在供给端，智能家居平台生态的不断完善推进终端设备的互联互通，推动智能家庭终端产品涵盖面逐步变广走向全屋智能，智能家居行业加速成熟。同时，业内厂商的技术创新能力和产品供货能力也在逐步增强，产品丰富度提升，智能家庭终端产品价格预计将进一步下探，驱动市场发展进一步提速。

图21: 智能家庭终端产品图谱



数据来源: 知乎, 东吴证券研究所

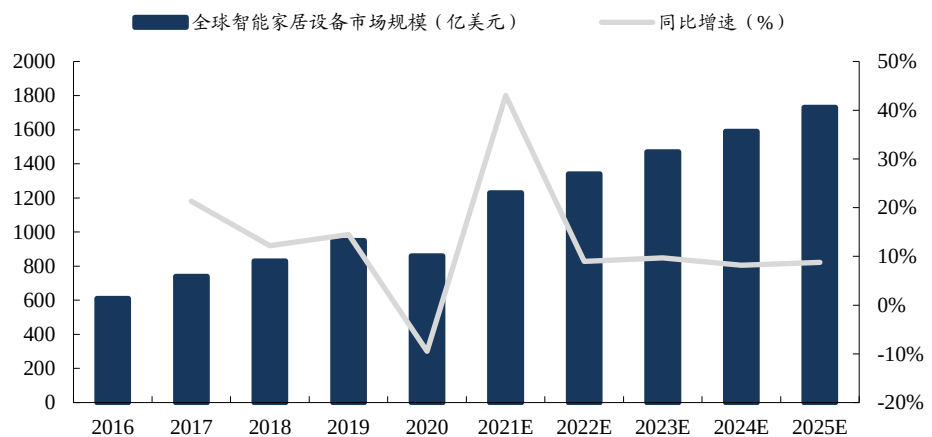
图22: 智能家庭终端市场驱动因素



数据来源: 东吴证券研究所

全球智能家居市场达千亿美元。据 Strategy Analytics 数据，全球智能家居市场由于受到 2020 年的疫情影响，市场规模有所回落，但未改增长基本面。据 Strategy Analytics 预测，全球智能家居市场将在 2021 年达 1230 亿美元，到 2025 年继续增长至 1730 亿美元，市场将逐渐步入成熟期。

图23: 全球智能家庭终端市场规模及预测



数据来源: Strategy Analytics, 东吴证券研究所

3.2. 积极拓展产品品类，顺应趋势布局东南亚产能

智能终端产品丰富度不断提升，稳健贡献收入增量。2010 年，公司跟随原先的消费电子客户如汤姆森等进军智能终端业务，自 2013 年起该业务收入快速增长，目前智能终端为公司第一大业务，占比 43%，持续为公司贡献稳健收入增量。**1) 在产品品类拓展上**，公司立足自身的精密制造实力和合作研发能力，以智能机顶盒和智能网关业务为主，与客户合作开发了塑料外壳、调谐器组品、屏蔽片、散热片等细分产品；在

研发方向上强调从单功能零组件向功能结构模组垂直发展，提高单产品价值量。2) 在产品应用延伸上，目前公司智能家庭终端的业务范围正逐渐从智能机顶盒、智能网关积极拓展至智能安防、智能电视、智能穿戴等领域，把握各个细分领域发展机遇，获取新的收入增量。3) 在下游客户开拓上，公司发挥其全球化开拓市场能力，与国际领先的智能终端供应商如康普（Commscope）、特艺集团（Technicolor）、萨基姆（Sagemcom）等开展了全面合作，并建立了长期稳定的合作关系。

图24：兴瑞科技智能家庭终端产品



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图25：兴瑞科技智能家庭终端产品应用场景



数据来源：公司年报,东吴证券研究所

投资海内外智能终端产线，布局东南亚提升竞争力。公司持续扩充智能终端产能，在国内，于东莞、慈溪两地新建工厂，建设智能终端精密结构件产线。在海外，公司顺应家庭智能终端产业链向东南亚转移趋势，在越南和印尼建厂，充分利用区位优势：1) 东南亚的人工成本、包装成本、运输成本等低于国内，有显著成本优势，未来海外净利润率有望稳定在 15%以上；2) 公司智能终端产品的中高端客户主要来自欧美、泰国、越南、印尼等地区，在东南亚建厂贴近客户，有利于切入大型代工厂的供应链体系，同时就近交货可以降低运输成本。印尼工厂和越南工厂分别于 2019 年和 2020 年投产，2021 年印尼工厂销售收入达 7,969 万元，同比增长 88%，越南工厂销售收入达 5,197 万元，同比增长 1882%。随着越南、印尼工厂逐步上量以及公司与国际头部客户合作逐渐深化，智能终端业务稳健发展，实力日益雄厚。

图26：兴瑞科技海外智能终端产能布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

核心假设与收入拆分：

智能终端业务：智能终端市场规模稳定提升，公司顺应产业链转移趋势，在东南亚扩建产能，未来公司扩产产能逐步释放，有望驱动公司该板块业务稳定增长。我们预计公司该板块 2022-2024 年收入为 6.1/6.9/7.6 亿元，同比增速为 15%/12%/10%。近期，铜等大宗商品价格正逐步回落，公司上游原材料成本压力减轻，我们预计公司毛利率将逐步回归正常水平，预计智能终端业务版块 2022-2024 年毛利率为 28%/31%/31%。

汽车电子业务：嵌塑件正引领新能源汽车集成化趋势，市场需求规模有望持续攀升，公司坐拥新能源汽车领域国内外核心客户，有望凭借客户与技术优势充分受益。我们预计公司该板块 2022-2024 年收入为 7.4 亿元/13.1 亿元/20.3 亿元，同比增速为 88%/76%/55%。近期，铜等大宗商品价格正逐步回落，公司上游原材料成本压力减轻，我们预计公司毛利率将逐步回归正常水平，预计汽车电子业务版块 2022-2024 年毛利率分别为 28%/30%/31%。

消费电子业务：我们预计公司该板块 2022-2024 年收入为 1.4 亿元/1.3 亿元/1.2 亿元，同比增速为 -10%/-10%/-10%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年收入为 17.1 亿元/23.8 亿元/32.0 亿元，同比增速为 36%/39%/35%。

我们预计 2022-2024 年公司毛利率和费用率基本保持稳定，公司归母净利润为 1.9 亿元/3.3 亿元/4.8 亿元，同比增速为 70%/72%/44%。

表4: 公司分业务营收预测 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,040.4	1251.8	1,705.4	2,375.1	3,200.0
YoY	2%	20%	36%	39%	35%
毛利率	30%	24%	26%	29%	30%
智能终端	485.7	534.0	614.1	687.8	756.6
YoY	10%	10%	15%	12%	10%
毛利率	34%	26%	28%	31%	31%
汽车电子	246.7	395.0	742.6	1,307.0	2,025.8
YoY	20%	60%	88%	76%	55%
毛利率	30%	26%	28%	30%	31%
消费电子	195.3	160.0	144.0	129.6	116.6
YoY	-19%	-18%	-10%	-10%	-10%
毛利率	27%	19%	19%	23%	23%
模具	63.5	79.0	102.7	128.4	154.1
YoY	-25%	24%	30%	25%	20%
毛利率	26%	31%	31%	31%	31%
其他业务	49.2	85.0	102.0	122.4	146.9
YoY	1%	73%	20%	20%	20%
毛利率	9%	9%	9%	9%	9%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资建议: 我们选取同样为消费电子和新能源汽车提供结构件的合兴股份、得润电子、旭升股份和精研科技作为可比公司, 可比公司 2022PE 为 43.0 倍, 2023PE 为 22.6 倍。嵌塑件正引领新能源汽车集成化趋势, 市场需求规模有望持续攀升, 公司在新能源车用镶嵌注塑件领域积累了较深的客户与技术优势, 有望充分享受行业增长红利。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.9/3.3/4.8 亿元, 同比增速为 70%/72%/44%, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 36.3/21.1/14.7 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

表5: 可比公司估值 (截至 2022 年 7 月 31 日)

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022PE	2023PE	2024PE
605005.SH	合兴股份	81.2	2.4	3.2	4.3	33.2	25.2	18.7
002055.SZ	得润电子	79.5	1.1	4.4	7.2	74.3	17.9	11.0
603305.SH	旭升股份	270.9	6.0	8.1	10.8	45.4	33.5	25.2
300709.SZ	精研科技	59.3	3.1	4.3	5.6	19.1	13.7	10.6
均值						43.0	22.6	16.4
002937.SZ	兴瑞科技	70.3	1.9	3.3	4.8	36.3	21.1	14.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 合兴股份、得润电子、旭升股份、精研科技盈利预测均来自 wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) **下游市场需求不及预期:** 公司的产品主要应用于智能终端和新能源汽车, 终端产品容易受到疫情反复、缺芯等因素影响, 导致其出货量不及预期, 从而对公司产品的需求增速放缓。

- 2) **汇率波动风险**: 目前公司的产品大部分出口, 且以美元结算为主, 汇率的波动将导致财务费用中汇兑损益的金额出现较大幅度的波动, 从而对公司的经营业绩产生一定的影响。
- 3) **大宗商品价格波动风险**: 公司精密零组件产品的主要原材料为钢材、铜材、铝材、塑胶等, 受全球宏观经济的不确定性以及国内经济增速放缓等因素的影响, 近年来大宗商品市场的供需和价格波动加剧, 将对公司的经营业绩造成一定影响。

兴瑞科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	970	981	1,075	1,227	营业总收入	1,252	1,705	2,375	3,200
货币资金及交易性金融资产	441	480	544	598	营业成本(含金融类)	948	1,258	1,690	2,250
经营性应收款项	364	371	390	473	税金及附加	7	10	14	18
存货	143	124	128	137	销售费用	31	42	58	78
合同资产	0	0	0	0	管理费用	88	106	144	193
其他流动资产	22	6	13	19	研发费用	57	81	114	153
非流动资产	464	635	956	1,377	财务费用	6	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	6	8	11
固定资产及使用权资产	274	268	262	257	投资净收益	12	4	6	8
在建工程	56	206	506	906	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	104	131	158	185	减值损失	-6	-10	-10	-10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	1
长期待摊费用	15	15	15	15	营业利润	123	209	360	516
其他非流动资产	16	16	16	16	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,434	1,616	2,031	2,604	利润总额	122	209	360	516
流动负债	372	415	498	593	减:所得税	9	15	27	38
短期借款及一年内到期的非流动负	5	5	5	5	净利润	113	193	333	478
债					减:少数股东损益	0	0	0	0
经营性应付款项	276	289	329	369	归属母公司净利润	113	193	333	478
合同负债	0	0	0	0					
其他流动负债	91	121	163	218	每股收益-最新股本摊薄	0.38	0.65	1.12	1.60
非流动负债	3	3	3	3	(元)				
长期借款	0	0	0	0	EBIT	122	219	368	522
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	181	228	377	531
租赁负债	2	2	2	2					
其他非流动负债	1	1	1	1	毛利率(%)	24.29	26.22	28.86	29.68
负债合计	375	419	501	596	归母净利率(%)	9.06	11.34	14.02	14.93
归属母公司股东权益	1,058	1,197	1,530	2,008					
少数股东权益	0	0	0	0	收入增长率(%)	20.32	36.23	39.27	34.73
所有者权益合计	1,058	1,197	1,530	2,008	归母净利润增长率(%)	-10.87	70.47	72.26	43.50
负债和股东权益	1,434	1,616	2,031	2,604					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	225	269	388	475	每股净资产(元)	3.56	4.02	5.14	6.74
投资活动现金流	-119	-175	-324	-421	最新发行在外股份(百万股)	298	298	298	298
筹资活动现金流	-43	-55	0	0	ROIC(%)	10.93	17.89	24.88	27.24
现金净增加额	48	39	64	54	ROE-摊薄(%)	10.71	16.15	21.76	23.80
折旧和摊销	59	9	9	9	资产负债率(%)	26.18	25.91	24.66	22.89
资本开支	-163	-180	-330	-429	P/E(现价&最新股本摊薄)	61.96	36.35	21.10	14.70
营运资本变动	50	61	42	-13	P/B(现价)	6.63	5.87	4.59	3.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>