

汽车

2022年10月13日

骏创科技 (833533)

——电车“以塑代钢”方案解决商，前瞻卡位绑定大客户

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2022年10月12日

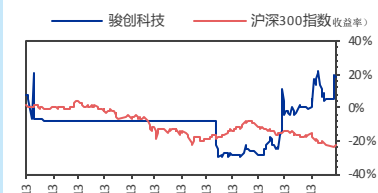
收盘价(元)	16.54
一年内最高/最低(元)	18.5/9
市净率	3.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	284
上证指数/深证成指	3025.51/10838.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年06月30日

每股净资产(元)	4.29
资产负债率%	55.16
总股本/流通A股(百万)	55/17
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘建伟 A0230518010003
liujw2@swsresearch.com
周羽希 A0230521040001
zhouyx@swsresearch.com

联系人

周羽希
(8621)23297818×
zhouyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司主营为汽车注塑件及配套模具的研发生产，布局新能源功能件领域，打开第二成长空间。**公司以塑料零部件制造起家，2010年起聚焦汽车零部件行业，后于2019年切入新能源汽车零部件领域，向新能源车企提供三电系统等部位的功能保护件；目前公司顺利进入行业头部车企供应链，并有望随着客户自身产销的增长以及单车价值的提升，撬动第二成长曲线。
- **新能源业务拉动营收拐点向上，全年业绩可期。**2017-2021年公司营业收入从1.12亿元增长至3.45亿元，CAGR达33%，归母净利润由2079万元增长至2806万元，CAGR为7.78%；2021年公司成功进入新能源汽车龙头T公司的一级供应商体系，营收增速拐点向上达到93%；成本费用端，随着原材料价格回落和人民币贬值，预计今年公司盈利能力较去年回升，全年业绩迎来高速增长。
- **新能源汽车领域轻量化是趋势，以塑代钢未来空间广阔。**随着新材料、工艺持续研发，塑料功能持续被开发，替代空间不断扩展。塑料件在汽车上的发展已有较长时间，在内外饰、发动机功能结构件上取得了较成熟的应用，未来主要增量在新能源汽车的三电系统以及车身结构件上，其中以电池箱体材料为主，改性塑料件因其优异的阻燃、抗变形能力，有望逐步替代金属材料在该领域的应用。综上，根据测算我们认为车用改性塑料的需求量有望持续增长，于2026年达到近600万吨，成长空间广阔。
- **绑定头部大客户，新业务持续放量。**公司大客户包括国际汽车零部件龙头企业斯凯孚、安通林等，2019年进入T公司供应链，目前其已跃升为第一大客户。T公司为头部新能源厂商，2018-2021年全年车型产量从25.5万台增长至93万台，CAGR为54%；2022H1交付56万辆，同比增长46%。同时T公司拥有在建或技改中的上海等三大超级工厂，新产能预计于今年下半年起逐步释放，新车型Cybertruck、Semi也有望于明年推出，测算未来三年(2021-2024)T公司产销量有望保持50%以上的年复合增速。目前公司已覆盖T公司的全部车型，未来也有望进入新车型供应链，我们预计T公司的快速扩产有望为公司带来较大的业绩弹性。
- **研发及服务一体化优势，单车渗透率持续提升。**新能源汽车对成本和性能要求极致，对供应商反应能力要求高，公司深耕汽车注塑件，致力于降本增效，不断完善产品开发体系。公司未来有望在现有客户中持续推出新品以替代传统钢材，提高份额；另一方面服务头部厂商的经验带来显著示范效应，更容易导入其他头部品牌。
- **投资分析意见：**公司于2019年开始拓展新能源业务，目前进入业绩放量期，未来3年业绩向上弹性较大。我们预计2022-2024年公司实现归母净利润54/77/106百万元，对应PE17/12/9X；结合可比公司估值，预计仍有47%的上涨空间，给予买入评级。
- **风险提示：**大客户依赖、行业竞争加剧、原材料价格波动

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	345	231	499	722	997
同比增长率(%)	92.9	66.2	44.5	44.7	38.1
归母净利润(百万元)	28	24	54	77	106
同比增长率(%)	33.5	131.6	90.8	43.4	37.9
每股收益(元/股)	0.60	0.44	0.97	1.39	1.92
毛利率(%)	22.6	23.5	24.3	24.1	23.9
ROE(%)	23.6	10.3	19.1	21.5	22.9
市盈率	33		17	12	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司主营为汽车注塑件及配套模具的研发生产，切入新能源功能件领域，打开第二成长空间。公司于 2019 年切入新能源领域，2021 年 T 公司成为公司第一大客户，未来随着 T 公司¹产能投产及新车型的交付，公司新能源业务的销量及单车价值均将持续增长。我们认为公司正处于业绩放量初期，未来三年新业务有望维持高速增长，预计 2022-2024 年实现营收 4.99/7.22/9.97 亿元；实现归母净利润 5353/7674/10583 万元，对应 PE17/12/9 倍；公司相较于可比公司估值处于较低水平，安全垫高、未来向上弹性大，结合可比公司估值，我们预计仍有 47% 的上涨空间，给予“买入”评级。

关键假设点

1) **新能源汽车功能部件**：主要客户为 T 公司，我们预计 2022-2024 年 T 公司的产量为 150/240/330 万辆，假设公司对车型的渗透率以及在单车价值持续提升，我们预计 2022-2024 年新能源汽车功能件实现营收 3.32/5.51/8.32 亿元；

2) **汽车天窗控制面板**：我们假设 2022-2024 年该板块业务实现销量 2024/2224/2224 万件，单价 2.20/2.09/1.99 元/件；实现营收 0.45/0.47/0.44 亿元；

3) **汽车悬架轴承**：我们假设 2022-2024 年该板块业务实现销量 3061/3311/3311 万件，单价 2.14/2.03/1.93 元/件；实现营收 0.65/0.67/0.64 亿元；

有别于大众的认识

市场认为塑料件在汽车上的应用空间不大，仅能用在内外饰等装饰件上，市场已较饱和。我们认为塑料可根据不同填料、助剂、工艺等改性实现不同的性能，相较金属材料可以达到更好的稳定性、更高的精确度，也可以通过改性实现与铝材媲美的强度，同时塑料成型工艺简捷，综合测算下更具备成本优势，是一种非常优秀的轻量化材料；目前在新能源汽车的电池箱体材料以及高性能车身的结构件中都可以看到“以塑代钢”、“以塑代铝”的趋势显现，我们认为未来塑料在功能、结构件的应用领域有望逐步扩展。

市场认为注塑件附加值低，行业竞争激烈。我们认为汽车注塑件行业需要供应商具备综合服务的能力，一方面能持续研发推出新品，满足客户多样化、定制化的需求，另一方面新能源汽车行业正处于高速发展的通道，下游车企对供应商的生产、交付能力要求较高。公司在汽车注塑件行业有十余年的积累，产品研发、技术创新、客户服务能力位居行业前列，公司目前拥有多项专利技术及在研项目，能够以更低的成本、更高的效率向客户交付产品，逐步获得客户认可，未来发展空间广阔。

股价表现的催化剂

1) **公司第一大客户 T 公司产能投产**：2021 年公司作为一、二级供应商向 T 公司的销售占比合计超 50%；2022H2 下半年市场预期 T 公司新产能陆续投产，产量与交付量将拐点向上，T 公司采购订单饱和，预计为公司带来较大业绩增量；

2) **2023 年 T 公司新车型 Cybertruck 推出**：Cybertruck 作为 T 公司下一个重磅车型，填补了海外皮卡类新能源车型的市场空白，市场需求高启；随着该车型的交付，我们预计对塑料件的需求也有望持续高增。

核心假设风险

大客户依赖、行业竞争加剧、原材料价格波动

¹骏创科技招股书中使用 T 公司，因此本报告中也相应使用该表述

目录

1. 聚焦汽车零部件研产，新业务拉动业绩向上.....	7
1.1 塑料零部件起家，深耕行业 15 年.....	7
1.2 业务不断拓展，新能源板块增速显著.....	8
1.3 H2 订单、汇率、原材料等多重因素支撑高增长.....	11
2. 汽车轻量化势在必行，塑料零件替代空间广阔.....	12
2.1 改性塑料性能优异，为理想的轻量化材料.....	12
2.2 新能源车前景广阔，释放塑料产品新需求.....	16
2.2.1 新能源汽车景气度高，推动轻量化需求.....	16
2.2.2 塑料件逐步渗透，单车价值持续提升.....	17
2.3 业内玩家众多，功能结构件助力业绩攀登.....	22
3. 优质客户订单充足，新业务打开成长空间.....	24
3.1 绑定头部大客户，在手订单充足.....	24
3.2 研发服务能力优秀，订单饱和消化新增产能.....	27
4. 盈利预测与估值.....	29
4.1 盈利预测.....	29
4.2 公司估值.....	32
5 风险提示.....	33

图表目录

图 1：公司发展历程	7
图 2：公司股权结构图（截至 2022 年 6 月 30 日）	7
图 3：公司业务演变情况.....	8
图 4：公司营收以汽车塑料零部件为主（百万元）	8
图 5：塑料件营收增长主要由新能源业务拉动（%）	8
图 6：公司汽车塑料零部件产品应用示意图	9
图 7：2020 年公司部分零部件产品全球市占率	9
图 8：公司模具产品示意图	10
图 9：金属零部件主要为弹簧卡箍	10
图 10：公司模具以生产性模具为主（万元，%）	11
图 11：公司可为客户提供一站式的解决方案	11
图 12：2021 年营收高速增长（百万元）	11
图 13：2022H1 净利润高速增长，全年向好	11
图 14：利润率受多重因素影响下降，2022H1 小幅修复.....	12
图 15：公司期间费用率基本维持稳定	12
图 16：新能源部件业务带动外销业务增长（%）	12
图 17：汇兑因素进一步影响公司毛利率（%）	12
图 18：主要国家乘用车降油耗目标（L/100km）	13
图 19：汽车产业市场需求路线规划	13
图 20：汽车轻量化实现途径，轻量化材料最为广泛	14
图 21：塑料件在汽车中的应用比例逐年上升	14
图 22：玻纤增强塑料在汽车上获得了较多的应用	15
图 23：汽车用改性塑料中 PP 占比最高（%）	15
图 24：我国乘用车销量增长三倍多（万辆，%）	16
图 25：我国千人汽车保有量较发达国家低（辆）	16
图 26：2021 年我国新能源汽车销量大幅提升.....	16
图 27：2035 年新能源汽车的占比将突破 50%	16
图 28：传统汽车与新能源汽车的结构对比	17
图：未来改性塑料的主要增量在三电系统、车身	

图 30 : 新能源汽车电池包结构图.....	19
图 31 : Model3 电池包各部件质量	19
图 32 : ES8 复合材料的使用主要在背门盖	20
图 33 : ES6 在更多模块中采用了纤维增强型塑料件	20
图 34 : 汽车零部件产业链分布	22
图 35 : 2021 年公司原材料采购价格略有上涨.....	22
图 36 : 功能结构件业务公司的成长性更加优异.....	23
图 37 : 功能结构件业务公司的产品技术附加值更高	23
图 38 : 2021 年 T 公司成为第一大客户	24
图 39 : 公司与业内多位龙头企业达成了稳定合作	24
图 40 : 2018-2021 年 T 公司汽车产量大幅增长	25
图 41 : T 公司销量增长由 Model3/Y 驱动	25
图 42 : T 公司向公司采购的金额逐年攀升.....	27
图 43 : 公司收入增速高于 T 公司销量增长速度	27
图 44 : 2018-2021 公司研发费用投入情况	28
图 45 : 公司研发费用率较可比公司优势明显 (%)	28

表 1：公司塑料零部件产品在车身上的应用情况.....	9
表 2：汽车轻量化相关政策.....	13
表 3：不同汽车用轻量化材料性能对比.....	14
表 4：部分改性塑料/工程塑料在汽车中的应用及特点.....	15
表 5：新能源汽车相关政策.....	17
表 6：我国新能源汽车补贴政策与对应续航里程要求.....	17
表 7：车用改性塑料主要应用于内外饰件，以及发动机周围结构件（部分列示）.	18
表 8：目前电池箱体主流的轻量化材料以铝质材料为主，部分车型开始使用塑料和复合材料.....	20
表 9：近 3 年 ECB 会议上部分电动车车身（骨架+开闭件）的材料构成.....	21
表 10：车用塑料需求总量及空间预测.....	22
表 11：汽车内外饰注塑件与功能结构件的对比.....	22
表 12：可比公司产品类型、规模、客户及技术水平对比（单位：亿元）.....	23
表 13：公司前五大客户销售情况，2021 年 T 公司上升至第一大客户.....	24
表 14：公司主要客户供应情况.....	25
表 15：T 公司在三大洲建有超级工厂，未来 3 年合计产能超 300 万辆.....	26
表 16：公司核心技术情况.....	27
表 17：公司在研项目情况，多数项目以达到中试阶段.....	28
表 18：募投资金项目情况.....	29
表 19：公司拟新增产能收入测算.....	29
表 20：公司产能及产销量情况.....	30
表 21：收入拆分.....	30
表 22：成本和毛利率拆分.....	31
表 23：可比公司估值.....	32

1. 聚焦汽车零部件研产，新业务拉动业绩向上

1.1 塑料零部件起家，深耕行业 15 年

骏创科技是集汽车塑料零部件、模具、汽车金属零部件的研产装配于一体的高新技术企业。公司前身为 2005 年成立的苏州骏创塑胶模具有限公司，2010 年正式转型聚焦汽车行业领域。2015 年，公司正式挂牌新三板，次年通过高新技术企业认定，并持续深耕于汽车零部件的研发、生产和销售。截至 2021 年末，公司已获得授权专利 158 项，其中发明专利 16 项。近年来，公司不断优化产品品质、拓展产品类型，并进一步拓宽海外市场，不断提升满足客户需求的一体化服务能力。

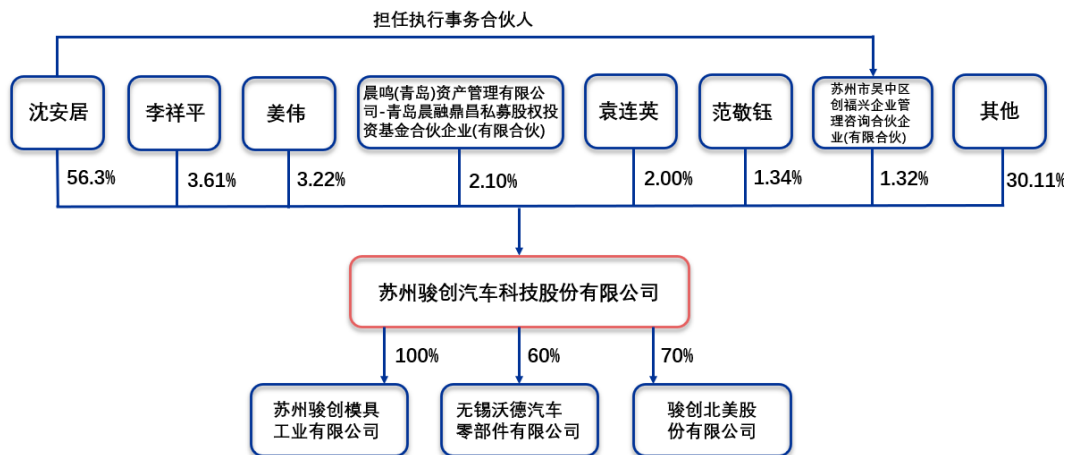
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司股权集中，沈安居、李祥平夫妇为公司实际控制人。截至 2022 年 6 月 30 日，公司董事长沈安居直接持有公司 56.30% 股份，并通过创福兴企业管理咨询合伙企业间接持有公司 1.32% 股份；李祥平直接持有公司 3.61% 股份。沈安居、李祥平夫妇控股比例达 61.23%，公司股权集中。此外，公司拥有骏创模具（苏州）一家全资子公司和无锡沃德、骏创北美两家控股子公司，分别持股 60%/70%。其中，骏创模具和无锡沃德分别从事模具及汽车金属零部件的研发生产，为公司主营业务的重要组成部分。

图 2：公司股权结构图（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 业务不断拓展，新能源板块增速显著

公司主营汽车塑料零部件业务，其中新能源汽车功能部件业务进入快速增长期。公司以塑料零部件制造起家，2019年起公司顺应电动化大潮，切入电车零部件领域，开始向新能源汽车厂商提供三电系统等部位的功能件，带动业绩加速增长。公司至今已形成以汽车塑料零部件为主，模具、金属零部件为辅的经营模式，产品形态日益丰富。2021年，公司汽车塑料零部件/模具/金属件业务分别实现营收 2.92/0.36/0.13 亿元，占比 85%/10%/4%。

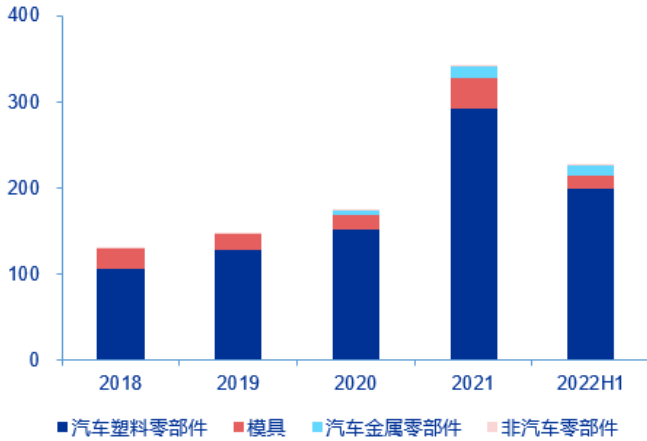
图 3：公司业务演变情况



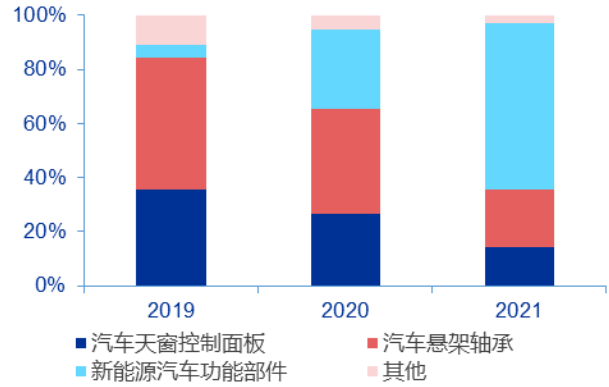
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 4：公司营收以汽车塑料零部件为主（百万元）

图 5：塑料件营收增长主要由新能源业务拉动（%）



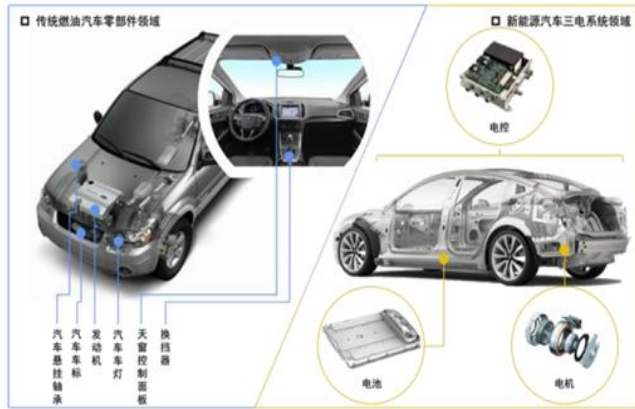
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

新能源汽车部件为公司打开第二成长曲线。公司传统的塑料零部件业务主要分为汽车悬架轴承系列、汽车天窗控制面板系列等，公司主要生产上述轴承、面板的结构部件，再交由下游龙头汽车供应链企业集成。近年公司产品在新能源汽车领域实现应用，主要用于新能源汽车三电系统，以及底盘/车门模块，该板块已成长为汽车塑料件中最大业务板块，2021 年实现营收 1.79 亿元，占总营收比例超过 50%，CAGR (2019-2021) 达 428%，带动整体业绩加速向上。

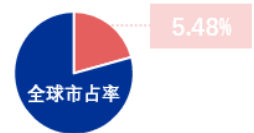
图 6：公司汽车塑料零部件产品应用示意图



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 7：2020 年公司部分零部件产品全球市占率

汽车悬架轴承系列
公司产品销量**854.88**万套



汽车天窗控制面板系列
公司产品销量**124.69**万套

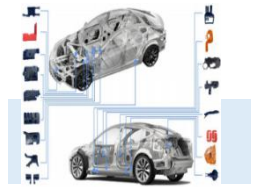


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 1：公司塑料零部件产品在车身上的应用情况

产品类型	细分部件	部件功能	应用领域	客户情况	示意图
汽车悬架轴承系列	轴承上盖、下盖、保持架等注塑零部件	实现悬架模块转向时的平稳旋转和释放弹簧的压紧力矩	麦弗逊汽车悬架结构，安装于汽车前轮上方	交付给轴承供应商斯凯孚；应用于通用、大众、丰田、日产、福特等品牌	
汽车天窗控制面板系列	PCBA 保护盖、面板框、眼镜盒等塑料部件	实现对天窗及灯组进行控制	汽车顶棚	交付给安通林，由其形成总成产品；应用于福特、捷豹路虎等	

				品牌	
新能源汽车功能部件系列	电路板保护类塑料零部件	PCBA 保护盖等塑料零部件	定位、支撑、密封、防尘、防震及为其他部件提供安装接口条件等	新能源汽车三电系统	公司以一级供应商、二级供应商的身份向T公司提供产品，应用于其全系在产车型
	非电路板保护类塑料零部件	底盘系统、前门、尾门系统等部位的塑料零部件	集成零件的承载、支撑、强化等	车身、底盘系统	应用于T公司全系在产车型
其他塑料部件产品	汽车车灯和车标	车灯装饰件、车标牌、车字牌等	装饰	汽车内外的电镀装饰件	经公司注塑生产后交付下游零部件供应商实施表面处理
	发动机部件	发动机用滑块部件、阀芯部件等	发动机重要配件	发动机	-
	换挡器部件	换挡杆、支架、换挡器壳体、导向滑块等部件	操纵车辆行驶	换挡器	-



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司拥有品类丰富的模具库和模具研发设计能力、可持续、高效满足大客户一体化注塑件新品研发需求。公司具备自主研发和生产模具的能力，可用于高效、大批量的生产精密零部件，能够承接客户多样化、定制化需求。目前公司模具主要以生产性模具为主，即根据下游客户需求进行模具定制，再用以生产客户所需的注塑件。此外，公司的金属零部件业务主要为弹簧卡箍，在传统燃油车与新能源车都有应用，目前主要作为客户拓展，或满足客户配套需求的抓手，未来随着新能源车对冷却系统的需求愈发广泛，弹簧卡箍的应用场景也会更加多样。

图 8：公司模具产品示意图

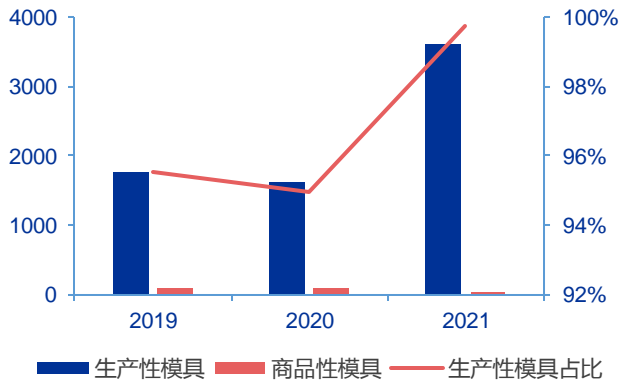
产品类别	产品示意	模具示意
天窗控制面板系列		
悬挂轴承系列		
新能源汽车功能部件系列		

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 9：金属零部件主要为弹簧卡箍



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 10：公司模具以生产性模具为主（万元，%）


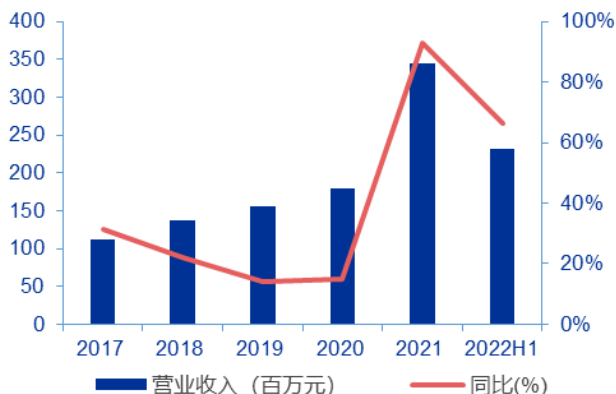
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 11：公司可为客户提供一站式的解决方案

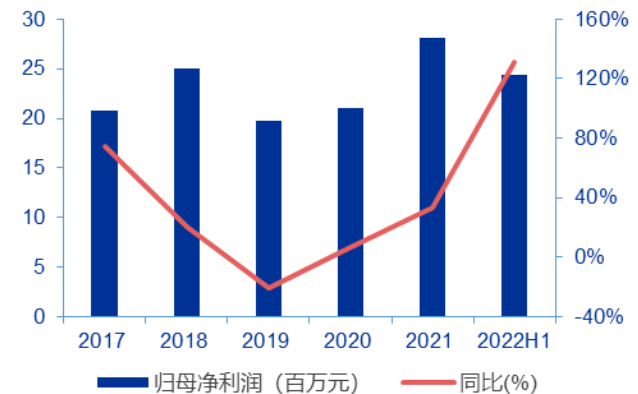

资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.3 H2 订单、汇率、原材料等多重因素支撑高增长

2021 年营收增速显著，2022 年全年业绩可期。2017-2021 年，公司营业收入从 1.12 亿元增长至 3.45 亿元，4 年 CAGR 达 33%；2021 年公司成功导入新能源汽车大客户 T 公司一级供应商体系，当年营收增速拐点向上达到 93%。2017-2021 年，公司归母净利润从 2079 万元增长至 2806 万元，4 年的 CAGR 达到 7.78%，净利润主要受到原材料上涨、新业务开拓摊销高、汇兑因素等成本费用影响，尚未充分反应订单增长预期。2022H1 公司实现营业收入 2.31 亿元（YOY+66%），归母净利润 2434 万元（YOY+132%），已达去年全年 80% 以上的水准，上半年受疫情管控影响订单下达和交付，下半年订单放量可期。

图 12：2021 年营收高速增长（百万元）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

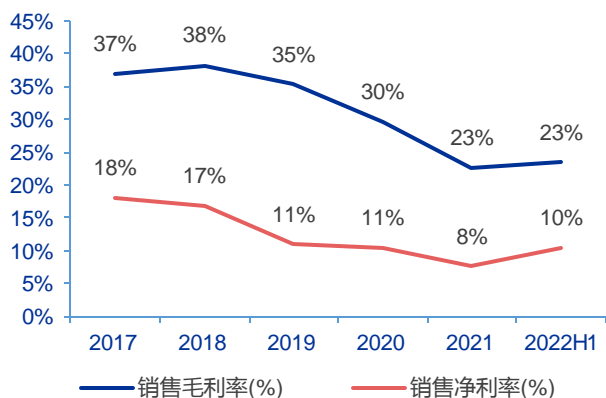
图 13：2022H1 净利润高速增长，全年向好


资料来源：公司公告，申万宏源研究

盈利能力开始修复，费用端基本稳定。2017-2020 年由于传统汽车注塑件老产品降价和原料小幅涨价，毛利率处于下行通道。2021 年公司综合毛利率/净利率分别为 22.57%/7.59%，较上年同期下降 7.1/2.9pcts。主要系由于：1) 原材料价格自 2020 年开始大幅上涨导致盈利能力受挤压；2) 2021 年公司新能源功能件业务大幅增长，该板块业务毛利率相对较低；) 人民币升值带来的汇兑损失；) 金属业务进入试生产阶段，摊销

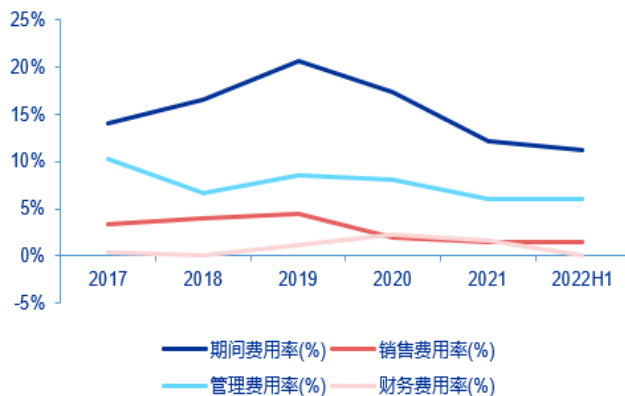
较大。随着原材料价格回落和人民币汇率贬值，今年毛利率有望较去年回升，2022H1 已出现小幅上涨的趋势。公司期间费用率端较稳定，整体呈现稳中有降的趋势。

图 14：利润率受多重因素影响下降，2022H1 小幅修复



资料来源：公司公告，申万宏源研究

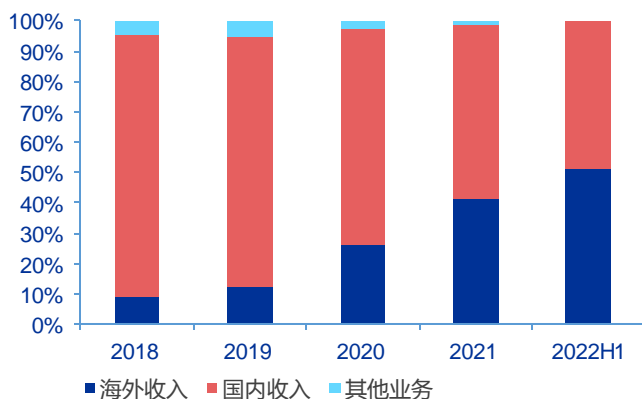
图 15：公司期间费用率基本维持稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

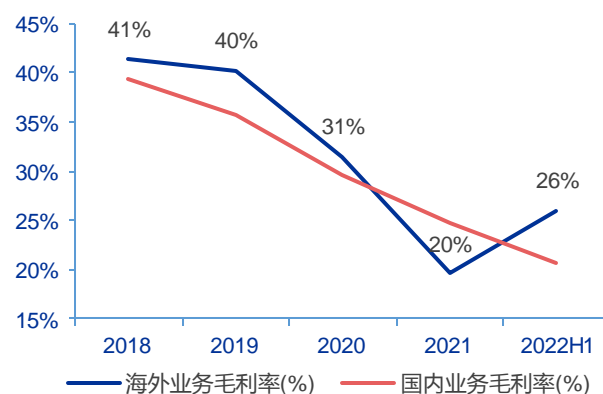
外销占比逐步扩大，设立海外控股子公司更好服务头部客户。2018-2022H1 公司外销占比逐年扩大，占总营收的比例从 9.04%增加到 51.16%，外销业务主要由新能源汽车功能部件构成（T 公司业务归为外销业务）。2021 年公司设立骏创北美控股子公司，积极拓展海外客户，以布署全球化客户需求；2022 年 7 月又设立墨西哥控股孙公司，进一步优化市场结构，增强公司在北美市场的竞争力。

图 16：新能源部件业务带动外销业务增长（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：汇兑因素进一步影响公司毛利率（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

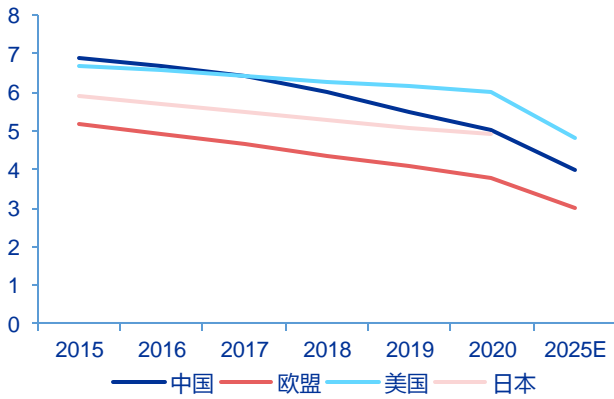
2. 汽车轻量化势在必行，塑料零件替代空间广阔

2.1 改性塑料性能优异，为理想的轻量化材料

汽车轻量化发展是降能耗、减排放的主要路径之一。近年来，受政策因素和标准限制影响，要求乘用车能耗逐年降低，我国汽车油耗已从 2015 年的 6.9L/100km 降低至 2020 年的 L/ km，排放改善的效果显著，但与欧盟、日本等发达国家相比仍然存在一定差

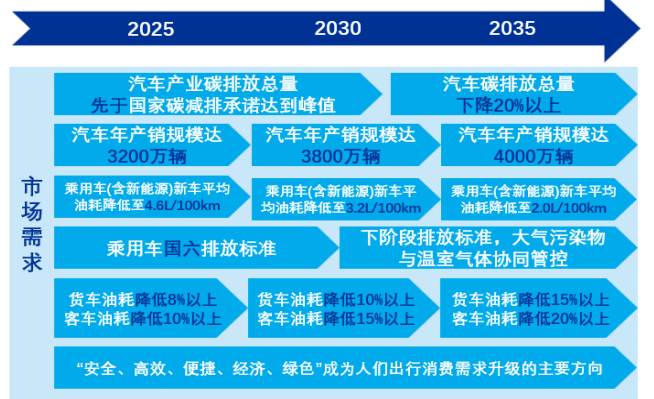
距。据研究显示，汽车燃料排放与车身自重高度相关，传统燃油车的重量每减少 100kg，百公里耗油量将降低 0.3-0.6L，二氧化碳减少量 5-8g，纯电动汽车重量每减少 100kg，可行驶里程增加 10%，节约电池成本 15-20%。因此，汽车轻量化是实现降低能耗，减少排放的重要路径，汽车轻量化发展势在必行。

图 18：主要国家乘用车降燃耗目标 (L/100km)



资料来源：工信部，申万宏源研究

图 19：汽车产业市场需求路线规划



资料来源：中国汽车工程学会，申万宏源研究

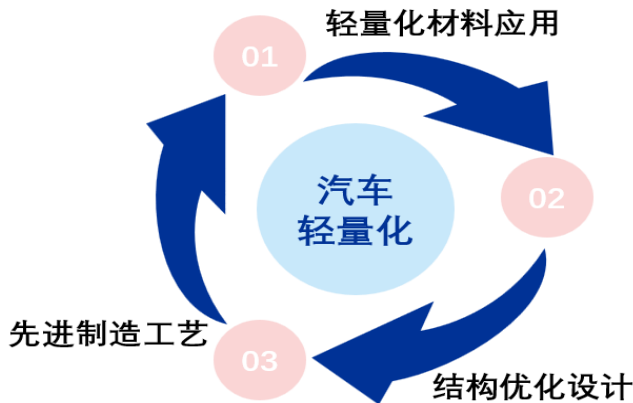
表 2：汽车轻量化相关政策

产业政策	发布单位	颁布时间	主要内容
《汽车行业中长期发展规划》	工信部、国家发改委、科技部	2017年4月	发展先进车用材料及制造装备，扩展高性能工程塑料、复合材料应用范围
《塑料加工业技术进步“十三五”发展指导意见》	中国塑料加工工业协会	2017年7月	飞机、汽车和轨道交通等的轻量化越来越成为人们关注的焦点，新的环境友好、轻质高强材料加工成型技术成为实现轻量化及节能减排的有效途径
《汽车产业投资管理规定》	国家发改委	2018年12月	新能源汽车领域重点发展非金属复合材料、高强度轻质合金、高强度钢等轻量化材料的车身、零部件和整车等
《产业结构调整指导目录》(2019年本)	国家发改委	2019年10月	国家鼓励发展汽车轻量化材料应用，其中包括：高强度钢、铝合金、镁合金、复合塑料、粉末冶金、高强度复合纤维等
《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》	国务院	2020年10月	突破整车智能能力管理控制、轻量化、低摩阻等共性节能技术，提升电池管理、充电连接、结构设计等安全技术水平，提高新能源汽车整车综合性能

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

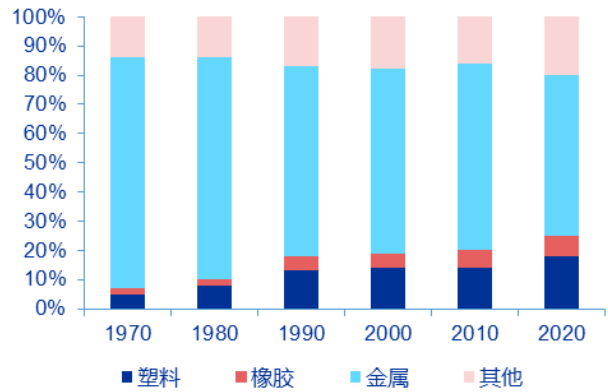
改性塑料为车身采用最多的非金属材料，是汽车轻量化的重要手段。汽车轻量化主要包括结构优化设计、轻量化材料应用和采用先进制造工艺等三大方案。其中轻量化材料包括金属材料（高强度钢、铝镁合金等）和非金属材料（塑料和新型复合材料等）。改性塑料是汽车上采用最多的非金属材料，“以塑代钢”不仅可以实现车身减重，还具备设计自由度、外观丰富、加工方便等优点，逐渐成为汽车轻量化材料的主要趋势之一；目前塑料主要应用于发动机周围功能件、内饰零部件、外装覆盖件等地方，未来随着功能、工艺的不断改善优化，未来塑料的应用领域将会越来越广泛。

图 20：汽车轻量化实现途径，轻量化材料最为广泛



资料来源：《汽车工艺师》，申万宏源研究

图 21：塑料件在汽车中的应用比例逐年上升



资料来源：《汽车非金属材料轻量化应用》，申万宏源研究

相比于其他轻量化材料，塑料具备质量轻、加工工艺方便、抗冲击耐腐蚀等不可替代的优势，高性能的塑料在汽车工程中得到越来越多的使用：

- 1) 塑料质量轻：塑料在汽车的应用逐步扩大的首要原因是得益于其密度小、质量轻；一般塑料的密度约为 0.9~1.5、纤维增强型塑料也不超过 2；对比其他金属材料铜材料一般比重在 7~8 以上，铝为 2.7，这使塑料在多领域成为轻量化材料首选。
- 2) 成型容易、工艺简单：塑料易成型，可通过注塑等多种工艺实现不同的形状、产品精度高；同时塑料可一次成型，整个加工流程短，对比金属件通常需要先加工各个零部件，再通过焊接等技术连接而成，工序繁琐，塑料件更具备经济性；
- 3) 塑料具备与金属不同的特性，可作为结构材料使用，是金属的理想替代材料：塑料具备弹性变形特性，在撞击时能够作为缓冲，对车辆和乘客起到保护作用，因此目前如内饰仪表盘/方向盘/中控台、外饰前后保险杠，车身装饰条等均以采用塑料材料；同时塑料还具备较强的耐腐蚀性，因此在易受污染的地区也获得了较多的应用。

表 3：不同汽车用轻量化材料性能对比

种类	密度(g/cm ³)	成本(元/kg)	减重程度	材料成本	工艺难度	应用
高强度钢	7.85	7	10-20%	低	较低	替代钢材
铝合金	2.7	20	30%	较高	较高	底盘、天花板、行李舱
镁合金	1.74	25	50%	高	较高	发动机罩盖、座椅支架
碳纤维	1.55	170	60%	极高	高	车顶板、承力结构等
塑料(PP)	1.1	8	30%	低	低	内饰(面板、座椅)外饰、车身结
纤维增强塑料	1.3~1.9	20~30	~30%	较高	较低	构模块等

资料来源：百川盈孚，盖世汽车研究院，前瞻研究院，申万宏源研究

塑料可以根据不同的成分，再通过不同的填料、添加剂、改性方式、制造工艺等获得不同性能，满足下游不同零部件的需求。从汽车用改性塑料种类占比来看，目前改性 PP 是应用最广泛的细分类别，占比可达 46%，聚丙烯可通过增韧/增强/共混等改性方法实现如耐刮擦、耐光热老化的特性，在汽车内饰件以及增强后在车门模块、尾盖模块都获得了广

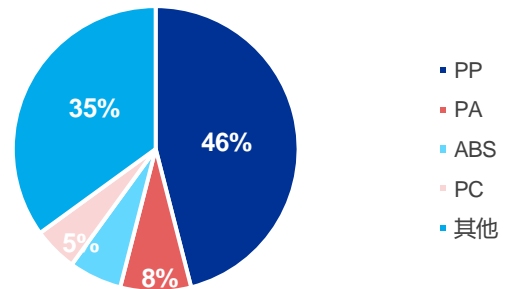
泛的应用；其次为改性 PA（包括 PA6、PA66 等）占比约 8%，位列第二，改性 PA 以纤维增强型 PA 的应用最为普遍，其改性后强度、制品精度以及尺寸稳定性都得到提升，尤其适用于对精度和强度均有要求的功能结构件。我们认为未来随着改性技术和加工技术的不断完善，塑料在汽车上的应用将不断扩展，并有望向更多高功能的领域延伸。

图 22：玻纤增强塑料在汽车上获得了较多的应用



资料来源：《汽车工艺师》，申万宏源研究

图 23：汽车用改性塑料中 PP 占比最高（%）



资料来源：《汽车非金属材料轻量化应用》，申万宏源研究

表 4：部分改性塑料/工程塑料在汽车中的应用及特点

工程塑料/改性塑料	应用	适用性
PP 改性 PP, PP+橡胶/弹性体、PP+无机矿物、PP+玻纤等	内外装件、增强后可用于前端模块、车门模块、仪表盘骨架、后车门挡板、电池托架等，应用广泛	应用最为广泛，做内饰件具有耐刮擦、耐热/光老化等优势；又可通过橡胶增韧应用于汽车外饰件提升抗冲击能力，也可通过+矿物、玻纤，提升刚性、模量
PA PA6、PA66、增强 PA 阻燃 PA6	发动机周边部件（进气歧管、发动机机盖，发动机装饰盖，汽缸头盖）；其他受理部件（机油滤清器，刮雨器，散热器格栅）	适用于较精密的结构件，对硬度和精度有要求；大多使用玻纤增强改性后的尼龙，提高强度、制品精度、尺寸稳定性等
PC PC/ABS 合金、PC/PBT 合金、改性 PC	内外装件（车灯罩、汽车保险杠、仪表盘等）	具有突出的抗冲击性能、耐蠕变性能
PPO PPO / PA 合金、PPO / PS 合金	汽车轮罩、前灯玻璃嵌槽、尾灯壳、大型挡板、缓冲垫、后阻流板	用做对耐热性、阻燃性、电性能、冲击性能、尺寸稳定性、机械强度要求较高的零部件
POM 改性 POM	滑动和滚动机械部件（齿轮、凸轮、轴承、横杆、滑轮、扣链轮和轴衬），	类似金属的硬度、强度和刚度、并具备良好的自润滑性、耐疲劳性，耐化学品性，材料性能与金属相近，可替代部分金属的应用市场，适用于耐磨产品

资料来源：知网，申万宏源研究

2.2 新能源车前景广阔，释放塑料产品新需求

2.2.1 新能源汽车景气度高，推动轻量化需求

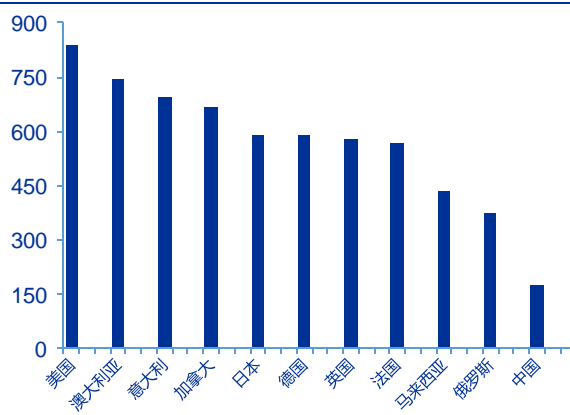
疫情后需求恢复，汽车市场增长潜力大。2007-2021年，我国乘用车年销量从630万辆增长至2148万辆，增长了300%+，现已稳居全球第一大汽车市场。近年来，受消费意愿弱、养车难度提升，以及2020年以来新冠疫情的影响，我国汽车销量出现下滑；2021年随着疫情逐步得到控制，汽车产业需求开始恢复。从汽车保有量的角度，我国千人拥车量为173辆，位列全球第17名，仅仅为美国的两成，和发达国家相比，我国汽车未来的消费需求空间依旧很广阔。

图 24：我国乘用车销量增长三倍多（万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

图 25：我国千人汽车保有量较发达国家低（辆）



资料来源：中国汽车工业协会，麦肯锡，申万宏源研究

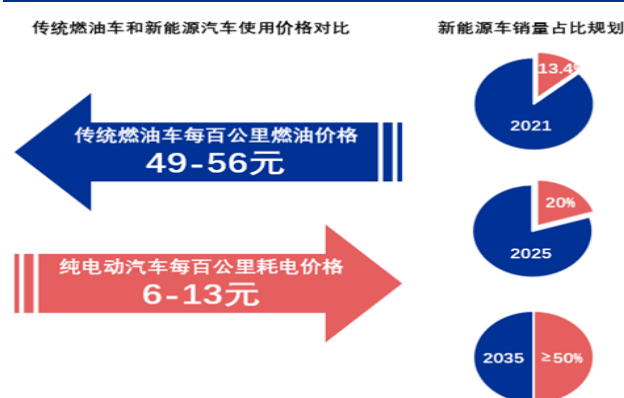
新能源汽车行业方兴未艾，销量突破 350 万辆，未来将成为主流车型。近几年在汽车销量小幅回落时期，我国新能源汽车仍稳中求进，销量不断攀升，2021 年实现 352 万辆的销量，同比增速高达 157%。我国目前已成为全球新能源汽车第一大技术来源国，相关专利申请量为全球首位，我们认为未来随着技术不断突破，新能源车市场将持续蓬勃发展，空间巨大。2021 年新能源汽车占乘用车总销量比例为 13.4%，根据中国汽车工程学会的目标规划，计划 2035 年其销量突破 50%，新能源车将成为主流的车辆。

图 26：2021 年我国新能源汽车销量大幅提升



资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

图 27：2035 年新能源汽车的占比将突破 50%



资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

表 5：新能源汽车相关政策

产业政策	发布单位	颁布时间	主要内容
《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。
《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。
《商务领域促进汽车消费工作指引》	商务部	2021年2月	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。

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

新能源汽车对续航、减重要求更高，亟待轻量化发展。里程焦虑、补贴门槛提升推动新能源汽车向轻量化发展：近年新能源汽车补贴退坡，补贴的续航门槛持续上涨，新能源汽车对续航里程提升的需求更加迫切，而汽车通过减重、降能耗能够很好地提升新能源汽车的续航里程。根据汽车工程学报的数据，对纯电动汽车来说，整车质量下降10%，可以减少5.5%的电能损耗，同时增加5.5%的续驶里程，因此新能源汽车将成为未来汽车轻量化的重点领域。

表 6：我国新能源汽车补贴政策与对应续航里程要求

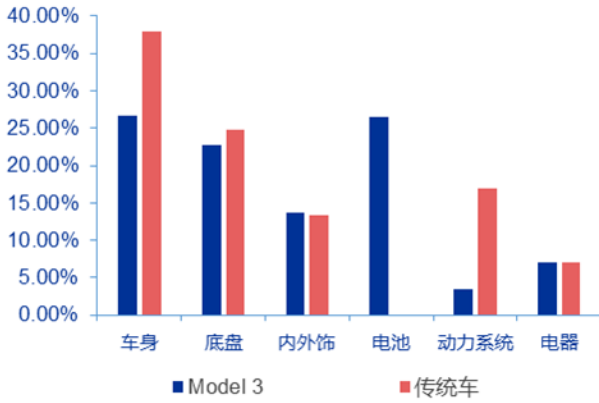
年份	续航门槛	补贴政策
2018	≥150km	150-200km 补贴 1.5 万元；200-250km 补贴 2.4 万元 250-300km 补贴 3.4 万元；300-400km 补贴 4.5 万元；400km 以上 补贴 5 万元
2019	≥250km	250-400km 补贴 1.8 万元；400km 以上 补贴 2.5 万元
2020	≥300km	300-400km 补贴 1.62 万元；400km 以上 补贴 2.25 万元
2021	≥300km	300-400km 补贴 1.3 万元；400km 以上 补贴 1.8 万元
2022	≥300km	300-400km 补贴 0.91 万元；400km 以上 补贴 1.26 万元

资料来源：工信部，申万宏源研究

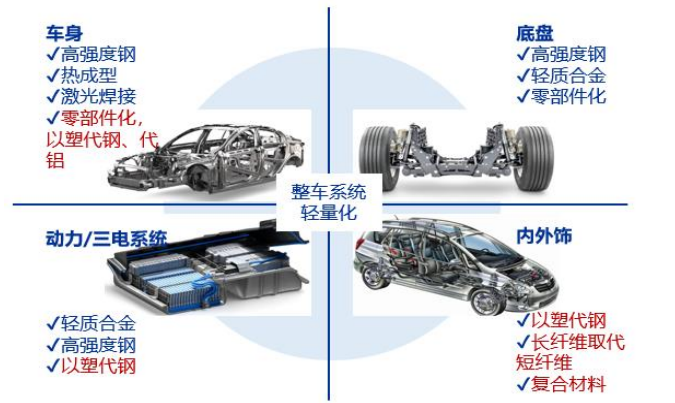
2.2.2 塑料件逐步渗透，单车价值持续提升

内饰应用成熟，新领域逐步拓展。汽车的结构主要可分为车身、动力系统/电池包、内外饰与底盘等，采用的材料各不相同；其中塑料在汽车上的应用已经有几十年的历史，目前主要还是应用于汽车内饰件、外装件以及部分功能结构件上，其中以内饰件的应用发展的最为成熟；大部分车型的车身与底盘仍主要以金属材料为主，采用高强度钢、热成形、美铝合金等材料去实现轻量化替代，但目前的车身非骨架的部分也开始出现一些以塑代钢的趋势；另外，未来我们认为塑料应用较大的增量在于新能源汽车的三电系统，电池包对续航、能量密度提升的需求极大的推动了塑料及复合材料在轻量化材料中的发展。

图：传统汽车与新能源汽车的结构对比
图 29：未来改性塑料的主要增量在三电系统、车身



资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

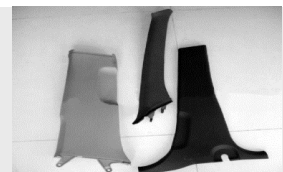
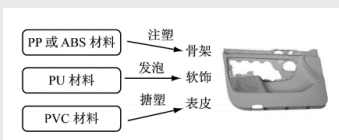




资料来源：新浪汽车，申万宏源研究

目前塑料在汽车内外饰以及一些功能结构件上已经取得了较广泛的应用。塑料可以通过改性等方式实现不同的性能，加工方便且利于回收再生，具备很多金属材料无法达到的优势，被汽车工业大规模的采用：1) 内饰件：仪表盘、方向盘、手套箱、座椅等，这类零部件对耐用性及安全性有一定要求，主要材料集中在 PP、PU 等产品，目前汽车内饰件已经基本实现了塑料化；2) 外饰件：保险杠、挡泥板、尾翼等，对安全和造型美观性有要求，主要材料为改性 PP、ABS 等，近年外饰件的塑料化程度不断提升；3) 发动机功能件：发展较晚，主要因为发动机高温问题给塑料功能件的应用提出了较高要求，需解决塑料的耐热/阻燃性、刚性和精度等，目前主要采用玻纤增强塑料。

表 7：车用改性塑料主要应用于内外饰件，以及发动机周围结构件（部分列示）

应用部位	适用性	工程塑料/改性塑料
汽车仪表盘	强度要求：能承受各种仪表和音响设备等负荷 安全要求：具有吸收冲击能、防眩和难燃性能	表皮材料可以用 PVC、PC/ABS 片材、缓冲层
内饰件 (成熟、广泛应用)	车门内饰盖板	主要采用改性 PP 材料，部分高端车型采用 ABS 材料作为门板骨架,再复合软性装饰材料制成整体式门内板
	车用座椅	缓冲材料基本为模压发泡的软质高弹性 PU，外包面料主要是人造革或纤维织物
立柱装饰	支撑驾驶舱车顶，在车辆翻滚和倾覆的时候避免驾驶舱挤压变形，目前部分高档车型是和车架一体化的	一般为 PP 材料，部分高端车型为 ABS 材料
外饰件 (成熟、较广泛应用)	保险杠	常用 PP+10~40%EPDM，主要是改善材料柔韧性、提升耐低温冲击性、改善颜料附着性；目前也用 POE、POM 等



挡泥板	作为汽车行驶时挡住车轮甩出的泥水的部件，必须具备较好的抗拉强度、断裂伸长率、耐撕裂强度、低温冲击性能、耐热性等	改性 PP 或 HDPE 材料		
汽车尾翼	汽车尾部用以减少轿车在高速行驶时的空气阻力	通常采用 ABS 材料，赛车则采用碳纤维材料		
发动机零部件	缸盖、进气歧管、全塑模块化机滤、全塑机油罐、增压器管等	发展较晚，主要是受发动机周边的环境条件影响，对塑料长期耐高温性要求高，塑料普及率最高的是进气歧管，主要优点是成本低、质量低	改性 PA（玻纤增强塑料，PBT）	

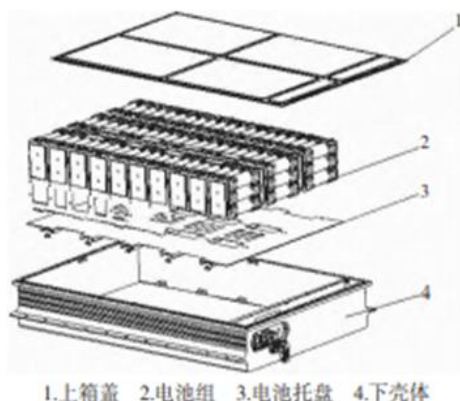
资料来源：知网，申万宏源研究

我们认为未来主要的增量来自于新能源车的三电系统以及车身结构件上的应用：

1) 三电系统：塑料主要应用于新能源汽车三电系统的支撑与保护。新能源汽车较传统燃油车而言，增加了核心的三电系统（电池、电机、电控），其中由于电池整包可占整车整备质量的 20~30%甚至更高，提升电池的能量密度（电池平均单位体积或质量所释放的电能）是影响整车续航能力的主要因素，这更加凸显了电池包的轻量化发展的重要性。

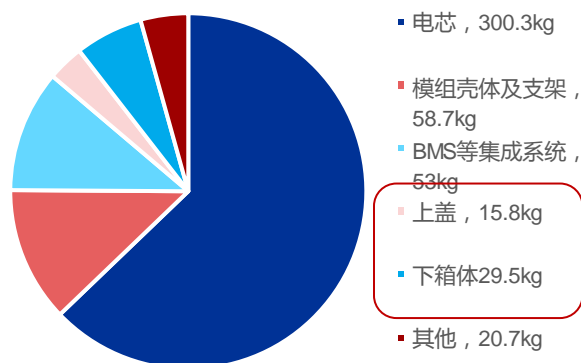
三电系统中以电池最为核心，如下图所示，一般电池系统通常由电芯、箱体以及托盘等结构件组成，其中箱体（外壳体+支架）的质量占比可达 20%以上。由于实现电芯自身能量密度的提升需要较长时间的研发沉淀，现今电池系统轻量化的方案主要还是集中在改变其箱体所用的材料以及设计结构上；目前高强度钢、铝合金，以及复合材料在新能源车电池包箱体的轻量化中运用最广泛。

图 30：新能源汽车电池包结构图



资料来源：《汽车技术》，申万宏源研究

图 31：Model3 电池包各部件质量



资料来源：汽车材料网，申万宏源研究

电池包箱体主要起到保护和支撑电池模组的作用，三种材料各有优势。1) 高强度钢：屈服强度和拉伸强度高，抗变形，但自重较重、耐腐蚀性比较差；2) 铝合金：广泛用作汽车轻量化所使用的材料，密度仅有钢的 1/3，具备质量轻和可塑性好等优势，且耐腐蚀、导

热和散热性均较好；3) 复合材料(碳纤或玻纤增强塑料等)密度仅有钢的1/4,质量轻且比模量优,具备耐变形抗冲击等多重优势。以目前的主流电动车型为例,大部分电池箱体还是采用高强度钢、铝合金等材料为主,部分车型的上壳体已经开始采用SMC等复合材料;未来由于电池箱体材料对绝缘性、高散热性、稳定性等多方面的要求,工程塑料因其质量轻、耐热性好、电绝缘性优等特性将有望逐步受到重视。

表 8 : 目前电池箱体主流的轻量化材料以铝质材料为主,部分车型开始使用塑料和复合材料

特斯拉	宝马	雪佛兰	本田	吉利	蔚来	凯迪拉克	奥迪 Q7	比亚迪-秦	
Roadster	Model 3	i3	Volt	Fit EV	EmgrandEV450	ES8	CT6	e-tron	Pro EV500
铝板	钢板+铝板	铝板	钢板	钢板	铝板+SMC	铝板	铝合金	铝合金	片状模塑料复合材料+高强铝

资料来源:《汽车技术》期刊,申万宏源研究

2) 车身:主框架材料因安全性要求仍以金属为主,塑料在汽车尾部等结构件上的应用趋势开始显现。车身由骨架、开闭件(4门+2盖),以及其他结构件如翼子板、减震器等组成;车身最重要的性能要求是保障行车的安全性,因此目前车身主要仍以高强度钢和铝镁合金作为轻量化替代方案。我们梳理了近3年在ECB上展览的部分车型,其中高强度钢的应用最广泛,大部分车型占比都在40%以上;铝合金作为非常优质的轻量化材料,密度小、质量轻,且相较钢材具备导热性能佳、耐腐蚀性强的特点,近年在车身上的应用逐年增加,但如需要铝质材料具备堪比钢材的强度,对工艺的要求较高,这增加了铝制车身的工艺难度和成本,因此目前仅在较高端的车型中使用;

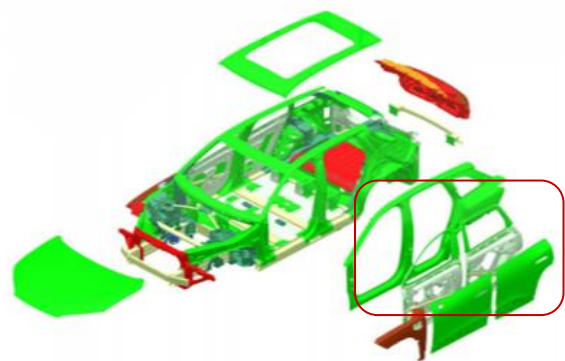
塑料在车身上的应用目前主要集中在后门盖、翼子板以及结构件上,以蔚来ES6/ES8车型为例,ES8采用了全铝白车身、四门和前机盖,背门采用了SMC;而ES6更是在此基础上,车身后地板采用碳纤维增强塑料,背门采用了SMC+注塑,前端模块也由ES8的镁合金替换为了注塑件;目前塑料复合材料在车身上的使用仍处于早期发展阶段,主要系塑料要达到一定的强度会增加原材料成本,因此目前也是在高端或者性能车使用度较高;但我们认为塑料在工艺流程上更优于铝材,综合测算更具备经济性,未来在车身上的应用有望进一步提升。

图 32 : ES8 复合材料的使用主要在背门盖



资料来源:ECB,申万宏源研究

图 33 : ES6 在更多模块中采用了纤维增强型塑料件



资料来源:ECB,申万宏源研究

表 9：近 3 年 ECB 会议上部分电动车车身（骨架+开闭件）的材料构成

	吉利 Zeeker	福特野马 Mach-E	本田 e	宝马 ix3	沃尔沃 XC40	大众 ID.4	蔚来 ES6	蔚来 ES8	奥迪 e-tron	
钢	LSS	14.0%	22.2%	45.4%	21.9%	28.7%	29.8%	0.6%	0.6%	12.9%
	HSS	23.0%	26.3%	17.3%	38.7%	28.4%	26.4%	4.0%	2.4%	27.3%
	AHSS	28.0%	11.6%	30.8%	8.7%	23.9%	11.9%	0.0%	0.0%	21.7%
	UHSS		7.7%	0.3%	0.2%		1.0%			0.8%
	PHS（热成型）	19.0%	24.9%	6.2%	14.8%	10.4%	24.6%			23.6%
合计	84.0%	92.7%	100.0%	84.3%	91.4%	93.7%	4.7%	3.0%	86.3%	
铝	铝片材 7XXX						1.8%			
	铝片材 6XXX	3.0%	2.7%		2.7%	2.1%	33.3%	38.4%	9.4%	
	铝片材 5XXX	4.0%	0.2%		3.6%		9.7%	10.0%		
	铝型材 7XXX	1.0%				0.7%	6.3%	3.3%		
	铝型材 6XXX	8.0%	1.9%		2.2%	5.0%		19.3%	17.9%	0.3%
	高压铝铸件				1.2%			23.9%	21.9%	1.8%
	低压铝铸件									
合计	16.0%	4.8%	0.0%	9.7%	7.8%	6.3%	87.9%	91.5%	11.5%	
塑料	纤维增强塑料		1.5%				5.1%	0.3%		
	Duroplastics Incl.SMC					0.4%	0.6%	2.5%		
	热塑性塑料		1.0%			0.4%	1.7%	1.8%	0.2%	
	弹性体									
合计	0.0%	2.5%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	7.4%	4.7%	0.2%	
镁	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	
其他	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
车身重量 (kg)							428	439.5		

资料来源：ECB，申万宏源研究

注：纤维增强塑料、SMC、镁合金分别对应上图红色、橙色、黄色模块

单车用量逐年提升，未来车用改性塑料市场成长空间广阔。据前瞻研究院数据，2014-2020 年，改性塑料平均单车使用量从 123kg/辆增加至 171kg/辆。根据前文所述，我们认为改性塑料在汽车上的应用有望得到进一步的提升，除内外饰件、发动机功能件外，还有望应用至新能源车的三电系统以及一些车身模块的结构件上：1) 电池包：塑料主要替代电池包箱体材料，以上文 Model3 为例其上壳体/下壳体重量分别为 15.8/29.5kg，目前上箱盖以塑代钢、代铝的趋势已较明显，下箱体和底板由于需要起到支撑作用，对材料要求更高，替代较慢；2) 车身结构件：我们参考蔚来在车身上应用塑料的情况，蔚来 ES6/ES8 车身的重量分别为 428kg/439.5kg，塑料占比分别为 7.4%/4.7%，对应 31.7 kg/20.6kg，我们认为未来复合材料有望更多的应用至车身上。

综上所述我们认为未来塑料在汽车上的单车用量将会逐年提升，根据前瞻产业研究院数据，预计 2026 年改性塑料单车使用量将增长至 210kg/辆，长远期看，随着塑料件不断渗透，我们认为单车用量有望更高超 250kg/辆。根据测算，2020 年车用改性塑料市场需求量为 421 万吨，未来随着改性技术的不断提高，改性塑料在汽车工业中的应用将不断扩张，汽车用改性塑料需求总量有望达到近 万吨。

表 10：车用塑料需求总量及空间预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2026E
单车塑料(吨/辆)	0.136	0.150	0.160	0.164	0.171	0.168	0.210
车产量(万辆)	2819.3	2994.2	2796.8	2552.8	2462.5	2652.8	2847.6
需求量(万吨)	383.4	449.1	447.5	418.7	421.1	445.7	598.0

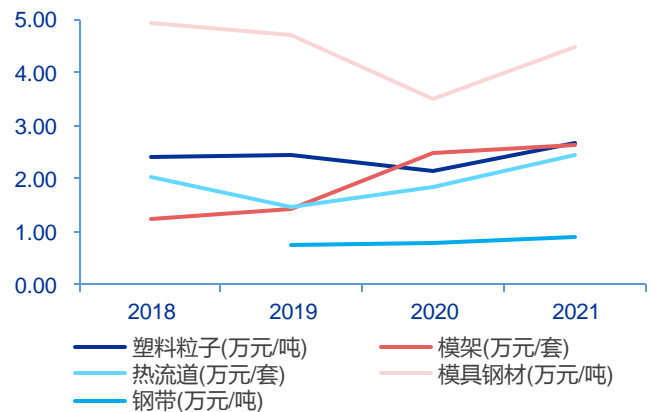
资料来源：Wind，国家统计局，前瞻研究院，申万宏源研究

2.3 业内玩家众多，功能结构件助力业绩攀登

公司原材料采购价格变动平稳，非标准化改性粒子价格主要受供需格局决定。汽车零部件上游产业主要为塑料、钢铁工业，下游对接整车制造商或供货商。其中，塑料粒子细分品种多样，不同品质、种类的塑料粒子价格差异较大，普通塑料粒子价格受宏观经济、原油市场影响而波动，而改性塑料非标准化，供需结构为影响价格的主要因素。公司的汽车塑料零部件主要原材料为改性塑料粒子（PP、PC、TPE、PA66 等），其采购变动幅度较小，2019-2021 年采购价格维持在 2~2.5 万元/吨，2021 年小幅上涨。

图 34：汽车零部件产业链分布


资料来源：中国汽车工程学会，申万宏源研究

图 35：2021 年公司原材料采购价格略有上涨


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

汽车零部件行业可分为内外饰件或功能结构件，业内玩家较多业务各有侧重。汽车行业是注塑零部件应用规模最大的领域之一，依照用途主要以注重舒适美观的内外饰件及注重耐用稳定的功能结构件为主，产品应用范围较广泛。目前，行业内已有上市公司中，汽车零部件行业以新泉股份、岱美股份、旭升股份、肇民科技、唯科科技、骏创科技等公司为主，其业务规模、客户资源、核心技术等指标不尽相同，行业内还没有形成一家独大的竞争格局，基本各有侧重的业务领域，下游客户也不相同。

表 11：汽车内外饰注塑件与功能结构件的对比

项目	内外饰件（大件）	功能结构件（小件）
用途	汽车内外部装饰所需零部件	汽车内具有结构支撑、固定、抗振、绝热、电气绝缘、机械传动等功能的零部件
模具尺寸	大型模具为主	中小型模具为主
品质要求	注重安全性、舒适度、外观美观度	注重安全性、耐用性、一致性和稳定性
精密度要求	较低	较高

设备要求	大型设备为主	中小型设备为主
主要产品应用领域	汽车保险杠、仪表盘、座椅、门板等	中控系统、空调出风口系统、油箱系统等
对应可比公司	新泉股份、岱美股份	旭升股份、肇民科技、唯科科技

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 12：可比公司产品类型、规模、客户及技术水平对比（单位：亿元）

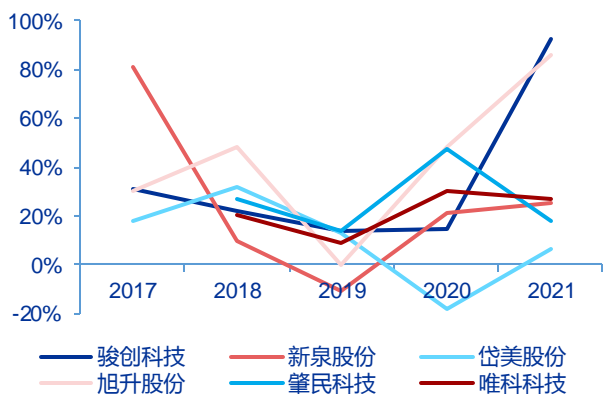
公司名称	以内外饰件为主		以功能结构件为主			
	新泉股份	岱美股份	旭升股份	肇民科技	唯科科技	骏创科技
产品类型	已实现产品在商用车及乘用车应用领域全覆盖	主要包括遮阳板、座椅头枕和扶手、顶棚中央控制器和内饰灯等	新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等精密机械加工零部件	功能结构件为主，包括汽车发动机周边、传动系统、制动系统、新能源车部件等	汽车内外饰件及功能结构件注塑模具及注塑件产品	汽车塑料零部件、模具、汽车金属零部件
2021 营收	46.13	42.09	30.23	5.84	11.59	3.45
毛利率	21.32%	24.83%	13.65%	34.11%	33.87%	22.57%
主要客户	吉利汽车、奇瑞汽车、一汽集团、陕汽集团、北汽福田等	奔驰、宝马、奥迪、通用、福特、克莱斯勒、大众、标致雪铁龙、丰田等	采埃孚、长城汽车、宁德时代等	康明斯、莱顿、石通瑞吉、日本特殊陶业等	均胜电子、施耐德博士集团、Altcam 集团、艾福迈集团等	斯凯孚、安通林、安波福、T 公司、广达集团、和硕联合等
技术水平	能够自主完成效果图设计、CAS 设计、油泥模型制作、模具工装开发等全部新品开发环节	已在同步开发、模具制造、检测试验等方面取得了技术领先优势	善于工装夹具和刀具的设计，能够进一步保障零部件的精密度	精密注塑件产品精度可达 0.01mm，并保持稳定批量生产	模具加工精度可达 0.002mm，表面粗糙度可达到 Ra0.03，最小 R 角为 0.015mm，使用寿命 100 万次以上	在双色成型、高光免喷漆成型、金属嵌件埋入成型技术，及以塑代钢应用产品开发等方面形成核心技术体系

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

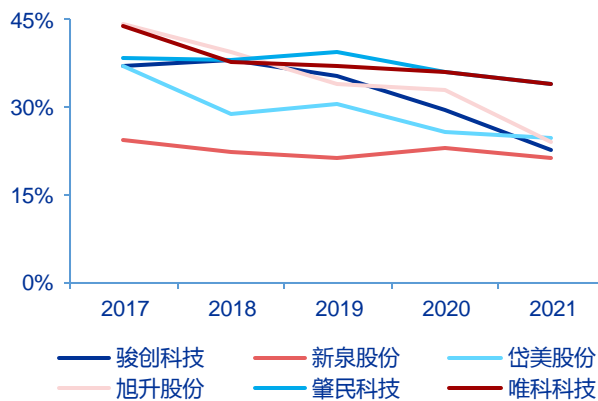
功能结构件成长空间广、技术附加值高，相关业务的企业有望获益。我们对业内可比公司的盈利情况；1）收入规模：内外饰件市场更趋成熟，结构件市场机会空前。岱美股份、新泉股份虽然营收规模更大（2021 年均超过 40 亿元），但规模较小的骏创科技、旭升股份等因业务囊括了精密功能结构件，尤其是新能源车相关功能件的生产，业务增速表现更加优异，2021 年收入增速分别达 93%/86%；2）毛利率：功能结构件对精密度、耐变形度要求更高、其生产工艺和技术难度都相对更高，要求产品保持一致性和稳定性，技术附加值高。因此以高附加值功能结构件生产为主的骏创科技、肇民科技和唯科科技的毛利率水平较为接近，且高于新泉股份和岱美股份。（其中骏创 2021 年相对较低系由于多重因素影响，参考前文）

图 36：功能结构件业务公司的成长性更加优异

图 37：功能结构件业务公司的产品技术附加值更高



资料来源：公司公告，申万宏源研究



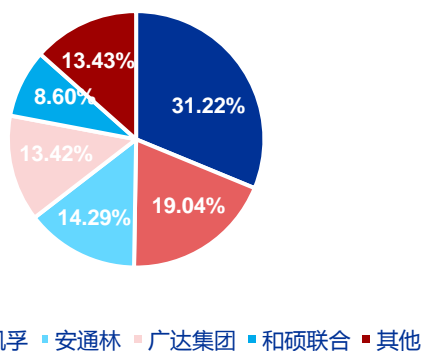
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 优质客户订单充足，新业务打开成长空间

3.1 绑定头部大客户，在手订单充足

服务于业内领先客户群，T公司已上升至第一大客户。公司深耕汽车零部件市场，以一体化业务模式及高品质产品性能，逐步获得国内及全球领先的汽车零部件供应商企业及整车制造商的认可，达成多年稳定合作关系。公司以直接合作和间接合作的方式，与斯凯孚、安通林等国际零部件巨头企业、T公司、福特、捷豹路虎等欧美品牌、日系品牌及国产自主品牌开展长期合作。其中，对T公司的销售金额占比逐年提升，目前已成为公司的第一大客户，2021年的销售金额超1亿元。

图 38：2021 年 T 公司成为第一大客户



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：公司与业内多位龙头企业达成了稳定合作



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 13：公司前五大客户销售情况，2021 年 T 公司上升至第一大客户

单位 (百万元)	分公司/分地区	2019	2020	2021	2019	2020	2021
T 公司 (新能源)	上海下属公司		2.61	36.29	0%	1%	11%
	美国公司	5.33	12.34	71.33	3%	7%	21%
	北京下属公司			0.21	0%	0%	0%
	合计	5.33	14.96	107.83	3%	8%	31%
斯凯孚	上海下属公司				%	%	%

(悬架)	墨西哥下属公司	0.04	8.30	0%	0%	2%	
	阿根廷及其他下属公司	0.65	0.20	0.63	0%	0%	
	合计	70.29	63.76	65.76	45%	36%	19%
安通林 (天窗)	苏州下属公司	51.95	46.45	46.89	33%	26%	14%
	墨西哥下属公司	1.32	3.03	2.48	1%	2%	1%
广达集团 (T 公司)	合计	53.27	49.48	49.37	34%	28%	14%
	上海下属公司		10.74	41.14	0%	6%	12%
	中国台湾地区下属公司		3.33	5.23	0%	2%	2%
	合计	0.00	14.07	46.37	0%	8%	13%
和硕联合 (T 公司)		0.00	11.58	29.69	0%	6%	9%
前 5 大客户销售金额 (百万元)			153.86	299.02		86%	87%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

T 公司业务的开拓为业绩注入增长动能，拓展公司新能源汽车功能部件的应用场景。

公司服务的主要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等，主要作为二级供应商与客户达成了长期的合作关系。此外，公司近年已成为 T 公司的一级供应商，并与 T 公司一级供应商和硕联合、广达集团合作。T 公司作为全球领先新能源汽车制造商，业绩逐年攀升，在“以塑代钢”背景下对新能源汽车功能件的需求日益增长。我们认为与 T 公司的合作将极大地助力公司新能源零部件板块销售的增长，优质的客户资源使得公司在未来同类供应商竞争中具有先发优势和头部效应。

表 14：公司主要客户供应情况

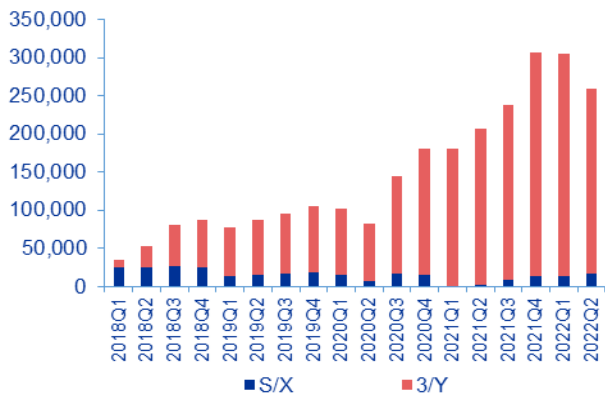
客户名称	供应层级	主要供应产品	对应车企
T 公司	一级/二级	新能源汽车功能部件系列等	T 公司
斯凯孚	二级	悬架轴承部件等	通用、大众、日产
安通林	二级	汽车天窗控制面板部件等	福特、捷豹路虎
广达集团	二级	新能源汽车功能部件系列等	T 公司
和硕联合	二级	新能源汽车功能部件系列等	T 公司
饰而杰	二级	其他（车灯和车标系列）	-

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

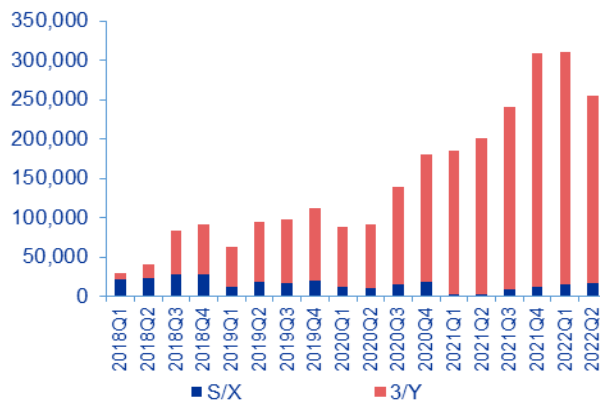
T 公司为全球领先的新能源汽车制造商，交付量已近百万台，且增长势能不减。2018 年-2021 年 T 公司全球电动车产量从 25.5 万台增长至 93 万台，CAGR 为 54%，交付量从 24.5 万台增长至 93.6 万台，CAGR 为 56%；自 2017 年下半年 Model3 上市，以及 2020 年 Model Y 开始交付以来，公司的产销量取得了高速的增长。2022 上半年 T 公司全球范围内生产了 56.4 万台，交付 56.5 万辆，较去年同期增长了 45.8%/46.3%。上半年在半导体等供应链短缺以及工厂停工等多重因素的影响下，产销仍然实现了优异的同比增速，且 6 月份单月产量创下历史新高，我们认为下半年外部不利因素缓解，全年有望维持高速增长。

图 40：2018-2021 年 T 公司汽车产量大幅增长

图 41：T 公司销量增长由 Model3/Y 驱动



资料来源：T 公司公告，申万宏源研究



资料来源：T 公司公告，申万宏源研究

T 公司在美国、中国、欧洲均设有生产工厂，未来交付量有望保持高速增长。 T 公司目前在美国加州以及中国上海建有生产工厂，合计产能约为 100 万辆/年，其中中国工厂在 2018 年投产时，设计产能约为 50 万辆/年，2021 年底 T 公司宣布对其上海工厂的产线进行优化技改，今年 8 月公司将上海工厂产能上调至 75 万辆/年，预计今年总产能近百万辆，未来有望进一步扩充。德国柏林超级工厂与美国德州超级工厂相继于今年 3~4 月宣布投产，柏林工厂主要为 Model Y 的生产，预计年产能 50 万辆，德州工厂主要为 Model Y 和 Cybertruck 的生产，单一车型设计年产能 50 万辆，新增 100 万辆/年。至 2024 年如现有规划产能爬坡顺利，T 公司产能将超过 300 万辆/年，2021-2024 年 CAGR 超 50%。

表 15：T 公司在三大洲建有超级工厂，未来 3 年合计产能超 300 万辆

地区	工厂	生产车型	状态	产能-现有		产能-在建	
单位 (万辆/年)				2021	2022E	2023E	2024E
美国	加州工厂	Model S/Model X	Active	10	10	10	10
		Model 3/Model Y	Active	20	20	20	20
	德州超级工厂	Model Y	Active		20	50	50
		Cybertruck	in-development			30	50
中国	上海超级工厂	Model 3/Model Y	Active	50	100	100	150
德国	柏林超级工厂	Model Y	Active			30	50
TBD		Tesla Semi	in-development				
		Tesla Roadster	in-development				
		Robotaxi	in-development				
合计产能 (万辆)				80	150	240	330
预计产量 (万辆)				93	150	240	330
产量 YOY (%)					61%	60%	38%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

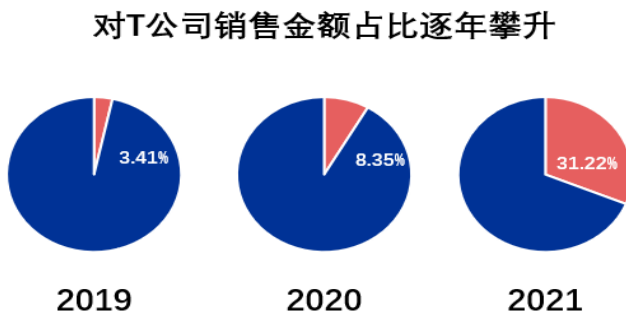
注：2022-2024 年产能为我们根据公司产能规划假设的投产爬坡进度，仅供参考

注：T 公司预计销量还未考虑 Semi 的产销，该产品有预期于 2023 年发布

公司与龙头车企及供应商长期合作，具备提供一体化解决方案的能力，未来随着大客户交付数量的增长，叠加公司塑料零部件渗透率的提升，有望带动业绩高速增长。2019 年至 2021 年，公司对 T 公司的销售额由 1.5 亿元上升至 3.5 亿元，占比由 10% 提升至 15%，新能源功能件的销售额实现高速增长。目前 T 公司在产的 4 款车型均有采购公司所生产的

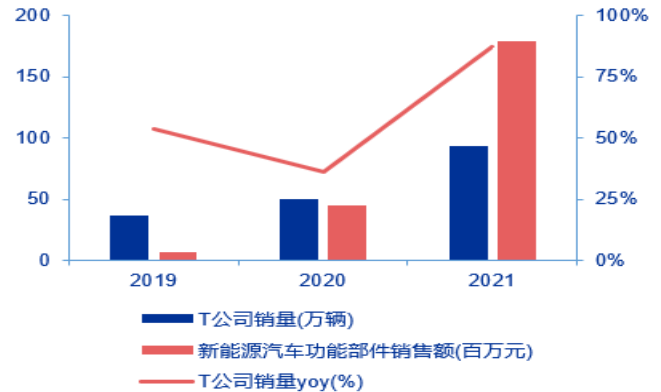
功能部件，广泛用于三电系统的保护和支撑部件；公司具备较强的研发与创新能力，且通过长期服务行业内头部客户形成了较深厚的技术积累，具备为客户提供一体化产品解决方案的能力，能够在现有供应产品的基础上，不断扩大应用场景。我们认为未来一方面受益于 T 公司自身产能与交付数量的高速成长，另一方面公司塑料件在车身应用上不断渗透，将带领公司进入高速成长期。

图 42：T 公司向公司采购的金额逐年攀升



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 43：公司收入增速高于 T 公司销量增长速度



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3.2 研发服务能力优秀，订单饱和消化新增产能

公司专注于产品技术研发，不断优化产品性能响应客户需求。公司以客户需求为导向，不断研发新产品新技术，目前掌握了“双色成型技术”、“高光免喷漆成型技术”、“超高精度塑料成型技术”等多种自主研发的专利技术，并已投入批量生产；汽车零部件行业是一个产品迭代、需求变化较快速的行业，这需要公司持续保持敏感性，不断推出新的产品、新技术以满足客户多样化的需求。公司核心技术的应用可以为客户提供更低成本，更高制造效率，且保障稳定性、一致性的产品，获得下游大客户的认可。

表 16：公司核心技术情况

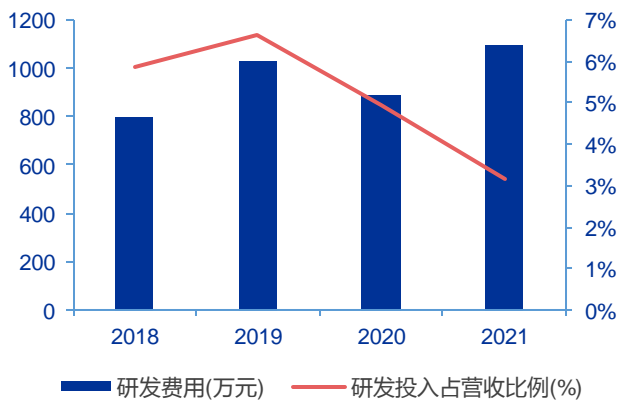
技术名称	适用产品	技术描述	技术贡献
双色成型技术	悬架轴承系列	该技术将两种塑料材料通过双色注塑设备进行旋转或平行移栽的方式进行先后进胶成型，完成两种材料一次成型的目的	增加了双色材料的可选择范围，解决了需要高强度且同时需要密封要求零件的制造难题。
高光免喷漆成型技术	天窗控制面板部件系列	该技术依托注塑技术、模具技术、工程管理技术、塑料选择技术，通过一次注塑成型得到符合钢琴烤漆效果的塑料零部件，且产品没有熔接线	取代喷漆过程，制程更加环保， <u>有效降低产品成本、并提高制造效率。</u>
以塑代钢技术	悬架轴承部件系列、新能源汽车功能部件系列	该技术采用高性能复杂配比的塑料原料，结合公司多年积累的以塑代钢知识库，为客户直接用塑料取代多种金属零件。	帮助客户降低成本、减少污染，实现产品轻量化，并可整合诸多复杂零件于一体。
金属嵌件埋入成型技术	新能源汽车功能部件系列	该技术将局部复杂金属件通过直接埋入模具包胶成型的方式生产，减少传统工序，嵌件结合强度更优，目前公司最多的零件已可同时埋入 28 种不同的金属件	能够降低零部件成本，减轻产品重量。

视觉检测技术的自动化应用技术	汽车塑料零部件	该技术通过高分辨率的工业相机结合专用软件，通过影像比对的方式实现功能零部件产品的在线检测，稳定了产品输出的质量。	能够减少人力投入，降低产品制造成本及缺陷率，提升过程能力。
超高精度塑料成型技术	汽车塑料零部件	该技术实现零度拔模，产品公差控制在 $\pm 0.03\text{mm}$ ，零件耐热 260°C ，物理性能超过合金铝，属于超高精度零件。	通过塑料材料应用，减少金属加工程序及相关污染， 实现低成本、高精度、高一一致性的量产能力。
异形金属件及特殊工艺的应用技术	汽车金属零部件	该技术针对异形冲压金属件零件特性要求，实现产品韧性、刚性等物理力学性能的优化，实现汽车软管可长期持续承受 6Mpa 的流体内压力。	能大幅度降低模具费用及加工过程中废料损耗率，降低生产污染。

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

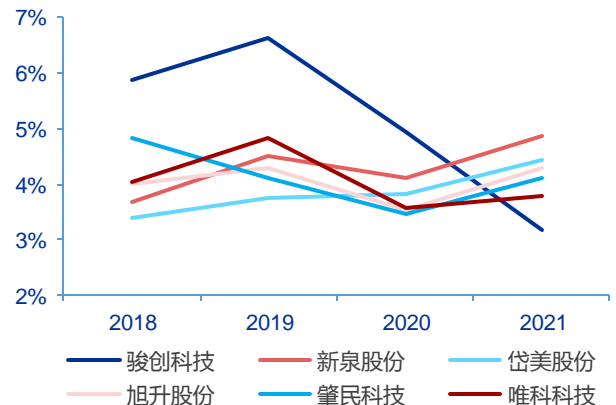
高研发投入确保核心竞争优势，新项目持续提升交付效率及产品稳定性。 2018-2021年，公司研发费用持续增长，自799万元增长至1098万元，2021年研发费用占比有所下滑，主要系公司同年营业收入大幅上升所致。在同业可比公司中，公司的研发费用率始终保持业内领先地位（除2021年），这为公司能持续研发新产品、优化工艺效率提供了有效支撑。同时，公司在现有的技术水平基础上，进一步拓展技术研发，截至目前公司拥有6项在研项目，所处阶段多数已达中试，未来项目完成后将更好地优化生产工艺，提升交付效率，保持产品输出的稳定性，有助于公司更好地服务于客户。

图 44：2018-2021 公司研发费用投入情况



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 45：公司研发费用率较可比公司优势明显（%）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 17：公司在研项目情况，多数项目以达到中试阶段

项目名称	拟达到目标	核心参与人员数量(人)	预计经费投入(万元)	所处阶段
夹箍高精度稳固加工工艺的研发	实现卡箍的自动组装	6	52	中试
高可靠性汽车塑胶配件用装配工装的研发	提升公司的组装生产效率	6	110	中试
超载荷多功能汽车悬架轴承塑胶件的研发	提升公司在汽车轴承行业的竞争力	6	100	中试
防飞边快速散热汽车零件模具的研发	提升模具本体降温能力，并减少产品飞边	5	24	小试
基于汽车注塑件表面处理装置的研发	解决塑料外观件中很难控制的外观问题	6	100	小试

可组装高可靠性汽车零件注塑成型模具的研发	提高衬套生产效率、稳定性和可靠性	5	18	中试
----------------------	------------------	---	----	----

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

募投资项目扩大生产能力，保障向优质客户的供应能力。公司募集资金将主要用于汽车零部件扩建技术改造项目，拟利用现有预留场地，增加先进的设备，以确保现有大客户充裕的产品供给，同时预留开发其他潜在客户的可能性。项目投产后，预计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 1,950 万件。

表 18：募投资金项目情况

项目名称	项目总投资 (万元)	募投资金 (万元)	建设期	项目备案证号	环保批复文号/备案号
汽车零部件扩建技术改造项目	5982	5982	3 年	木政审经发备 [2021] 81 号	苏环建 [2021] 06 第 0005 号
研发中心建设项目	1532	1532	3 年	木政审经发备 [2021] 71 号	2021320506000002 74
补充流动资金项目	2400	2400	-	-	-
偿还银行贷款项目	5100	5100	-	-	-

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

在手订单可消化拟新增产能，项目扩产为潜在客户拓展、业绩高速增长提供保障。募投资项目拟新增产能 2900 万件，全部投产后预计将新增产值 1.88 亿元。根据公告，截至 2022 年初，公司在手订单量饱和，有望消化项目新增产能。同时公司于 2021 年开发捷普、李尔、爱杰姆等国际知名车商的新客户资源，未来也有望拓展进更多客户的供应体系，我们预计公司订单量能持续维持饱和，带动业绩增长。

表 19：公司拟新增产能收入测算

产品类型	新增产能(万件)	2021 年度平均单价(元/件)	理论新增收入测算(万元)
汽车天窗控制面板系列	400	2.32	928
汽车悬架轴承系列	550	2.25	1238
新能源汽车功能部件系列	1950	8.52	16614
合计			18780

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

产能假设：2021 年公司拥有产能汽车塑料零部件/模具/汽车金属零部件理论产能 47.88/9.73/10.38 万小时；同时在汽车塑料零部件领域，根据计算 2021 年公司天窗控制面板/悬架轴承/新能源汽车功能件系列分别实现销量 / / 万件，公司募投项

目【汽车零部件扩建技术改造项目】拟分别新增 400/550/1950 万件产能。其中天窗控制面板/悬架轴承系列我们假设新增产能分 2 年逐步投产，新能源功能件业务由于近年随着新能源汽车的高速增长，以及塑料件在汽车领域的不断渗透，该业务板块在手订单充足。由于注塑工艺相对简单，在已有厂房的情况下可快速上设备扩充产能。

表 20：公司产能及产销量情况

2021 年	分板块营收 (百万元)	平均单价 (元/件)	对应销量 (万件)	假设满产满销对应 产能(万件)	未来新增产能 (万件)
汽车天窗控制面板	42.31	2.32	1824	1824	400
汽车悬架轴承	62.12	2.25	2761	2761	550
新能源汽车功能部件	178.79	8.52	2098	2098	1950
其他	8.87				

资料来源：公司公告，申万宏源研究

营收假设 公司业务主要以汽车塑料零部件为主营业务，近三年营收占比均在 80~85%，模具和部分汽车金属零部件主要是为了满足客户定制化的配套需求。因此营收预测部分我们仅拆解塑料零部件板块，其余板块我们假设变化不大。

- 1) **新能源汽车功能部件**：主要客户为 T 公司，近年公司该板块业务取得了爆发式的增长，2019-2021 年实现超 400% 的复合增速。如前文所述注塑件业务受产能限制影响较小，主要根据下游需求和订单决定，订单充足的情况下可通过租赁厂房，购买设备迅速扩充产能。我们预计 2022-2024 年 T 公司的产量为 150/240/330 万辆（见前文），假设公司对车型的渗透率以及在单车上的价值持续提升，我们预计 2022-2024 年新能源汽车功能件实现营收 3.32/5.51/8.32 亿元；
- 2) **汽车天窗控制面板**：主要客户为全球汽车零部件龙头企业安通林，下游车衣以传统乘用车型为主。我们假设 2022-2024 年该板块业务实现销量 2024/2224/2224 万件，单价逐年下降 2.20/2.09/1.99 元/件；2022-2024 年实现营收 0.45/0.47/0.44 亿元；
- 3) **汽车悬架轴承**：主要客户为全球悬架轴承龙头企业斯凯孚，主要供应上下盖以及保护架等零部件。我们假设 2022-2024 年该板块业务实现销量 3061/3311/3311 万件，单价逐年下降 2.14/2.03/1.93 元/件；2022-2024 年实现营收 0.65/0.67/0.64 亿元；

表 21：收入拆分

单位(百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
新能源汽车功能部件	T 公司产量(万辆)	37	51	93	150	240	330
	YOY (%)		40%	83%	61%	60%	38%
	公司产品覆盖率(假设)	20%	40%	80%	85%	85%	90%
	单车价值(假设)	88	220	240	260	270	280
	营收(百万元)	6	45	179	332	551	832
	营收 YOY (%)		600%	299%	85%	66%	51%
:天窗控制面板	产量(万件)						
	销量(万件)			1824	2024	2224	2224

	单价 (元/件)		2.57	2.32	2.20	2.09	1.99
	营收 (百万元)	45.32	40.40	42.31	44.60	46.56	44.23
汽车悬架轴承	产量 (万件)		2761	3061	3311	3311	
	销量 (万件)		2761	3061	3311	3311	
	单价 (元/件)			2.25	2.14	2.03	1.93
	营收 (百万元)	62.05	59.06	62.12	65.43	67.23	63.87
其他	销量 (万件)		709				
	单价 (元/件)			1.25			
	营收 (百万元)	13.84	7.90	8.87	8.87	8.87	8.87
合计收入 (百万元)		128	152	292	450	673	949
YOY (%)			19%	92%	54%	50%	41%
模具收入 (百万元)		18.53	17.05	36.20	36.20	36.20	36.20
汽车金属零部件收入 (百万元)		0.90	4.44	12.54	12.54	12.54	12.54
主营业务收入 (百万元)		147	174	341	499	722	997

资料来源：公司公告，申万宏源研究

成本和毛利率：近年公司毛利率呈现下降趋势，部分因素已得到缓解。下降主要系由于：1) 原材料价格波动，2020年下半年起，受国际原油价格、宏观经济等因素的影响，上游塑料粒子价格出现大幅上涨，公司采用的原材料通常为改性塑料或工程塑料，受影响相对小，但2021年采购价格也出现上升趋势；今年下半年开始大宗原材料价格均有不同程度的回落，预计会对公司盈利能力带来正向的影响；2) 产品结构变动：2021年公司新能源功能件业务大幅增长，该板块业务毛利率相对较低；3) 金属业务进入试生产阶段，业务未规模化前摊销了较大的固定资产折旧，导致该板块毛利率较低，今年上半年已经出现回升趋势。综上我们预计公司今年毛利率相较2021年有望得到修复，但未来由于产品结构的原因，新能源业务毛利率较低，随着占比增加，公司毛利小幅下降。

表 22：成本和毛利率拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车天窗控制面板收入	45	40	42	45	47	44
成本 (百万元)	29	29	32	36	37	35
毛利率 (%)	35.88%	28.02%	23.87%	20.00%	20.00%	20.00%
汽车悬架轴承	62	59	62	65	67	64
成本 (百万元)	39	39	44	49	50	48
毛利率 (%)	36.50%	33.86%	29.35%	25.00%	25.00%	25.00%
新能源汽车功能部件	6	45	179	332	551	832
成本 (百万元)	5	33	146	254	421	636
毛利率 (%)	24.77%	27.31%	18.47%	23.50%	23.50%	23.50%
其他	14	8	9	9	9	9
成本 (百万元)	8	5	6	6	6	6
毛利率 (%)	39.22%	32.50%	34.89%	35.00%	35.00%	35.00%
合计营收 (百万元)	128	152	292	450	673	949
合计成本 (百万元)	82	106	228	344	515	725
毛利率 (%)	.%	.%	.%	.%	.%	.%

模具	营收 (百万元)	18.53	17.05	36.20	36.20	36.20	36.20
	成本 (百万元)	10.81	10.43	25.16	23.53	23.53	23.53
	毛利率 (%)	41.65%	38.84%	30.51%	35.00%	35.00%	35.00%
汽车金属零件系列	营收 (百万元)	0.90	4.44	12.54	12.54	12.54	12.54
	成本 (百万元)	1.05	4.87	11.14	10.03	10.15	10.28
	毛利率 (%)	-16.64%	-9.77%	11.12%	20.00%	19.00%	18.00%
其他 (非汽车零件)	营收 (百万元)	0.23	0.38	0.08			
	成本 (百万元)	0.18	0.22	0.05			
	毛利率 (%)	21.07%	41.42%	42.48%			
主营业务收入 (百万元)		147	174	341	499	722	997
主营业务营业成本 (百万元)		94	122	264	378	548	759
主营业务毛利率 (%)		36.35%	30.15%	22.56%	24.33%	24.05%	23.89%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

综上，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 4.99/7.22/9.97 亿元，2021-2024 年 CAGR 为 42% 实现归母净利润 5353/7674/10583 万元，2021-2024 年 CAGR 为 56%。

4.2 公司估值

估值我们采取可比公司 PE 估值法：公司主营业务为汽车塑料零部件的生产与研发，业务纯正。可比公司我们选取与公司业务相近的新泉股份、岱美股份、旭升股份，均从事汽车塑料及金属零部件的生产与研发，可比性可参考前文。

2022 年可比公司平均 PE 为 35 倍，考虑到公司基本面和所在市场流动性叫沪深均有差距，业务体量较小，抗风险能力偏弱，给予一定的基本面估值折价，公司所处北交所流动性相较沪深较弱，给予一定的流动性估值折价，我们给予公司 25 倍 PE。我们预计 2022 年公司实现净利润 5353 万元 (YOY+91%)，对应合理估值为 13 亿元。截至 2022 年 10 月 12 日公司市值为 9.1 亿元，我们预计仍有 47% 的上涨空间，给予 “买入” 评级。

表 23：可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)		PE			PEG	EPS (wind 一致预期)			CAGR
		2022/10/12	2022/10/12	2022E	2023E	2024E	2022-2024	2022E	2023E	2024E	2022-2024
603179.SH	新泉股份	191	39.18	41	27	20	0.96	0.95	1.44	1.94	43%
603730.SH	岱美股份	138	14.69	23	19	15	0.96	0.64	0.78	0.98	24%
603305.SH	旭升股份	260	38.98	41	28	20	0.98	0.95	1.39	1.91	42%
	行业平均			35	25	19	0.97				
833533.BJ	骏创科技	9.1	16.54	17	12	9	0.42	0.97	1.39	1.92	41%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5 风险提示

1) 大客户绑定：T 公司为公司新能源汽车功能件板块的主要客户，也是公司未来近年业绩增长的主要驱动因素，若受到宏观原因、客户自身产能扩张与交付不达预期等不利因素影响，均有可能导致公司订单不及预期，影响公司业绩。

2) 不同轻量化材料、工艺造成竞争加剧：汽车轻量化材料众多，且新的技术和材料层出不穷，且不同品牌车型不同零部件之间对轻量化材料的选择不尽相同，若新产品、新工艺的出现导致竞争环境加剧，或对公司经营造成不利影响。

3) 原材料价格波动：公司上游原材料主要为改性塑料及工程塑料等，其价格也会受到上游大宗原材料涨跌的影响，若未来原材料价格持续大幅波动，将对公司的经营带来不利影响。

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	179	345	499	722	997
营业收入	179	345	499	722	997
营业总成本	158	311	438	634	876
营业成本	126	267	378	548	759
税金及附加	1	1	2	2	3
销售费用	4	5	7	10	14
管理费用	14	21	30	45	61
研发费用	9	11	16	25	35
财务费用	4	5	5	4	4
其他收益	1	1	1	1	1
投资收益	(0)	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	(2.6)	(4.0)	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	(0.4)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
资产处置收益	2.0	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
营业利润	21.4	30.2	61.7	88.4	121.9
营业外收支	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	21.3	30.2	61.7	88.4	121.9
所得税	2.5	4.0	8.1	11.7	16.1
净利润	18.8	26.2	53.5	76.7	105.8
少数股东损益	(2.2)	(1.9)	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	21.0	28.1	53.5	76.7	105.8

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	18.81	26.21	53.53	76.74	105.83
加：折旧摊销减值	6.09	12.05	9.23	9.48	9.87
财务费用	4.06	5.53	4.53	3.79	3.67
非经营损失	(3.00)	0.63	0.43	0.43	0.43
营运资本变动	(1.88)	(41.29)	(45.92)	(95.51)	(109.47)
其它	2.63	5.08	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	26.71	8.21	21.80	(5.08)	10.32
资本开支	71.92	30.95	15.02	3.43	3.43
其它投资现金流	2.60	0.79	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(69.32)	(30.16)	(15.02)	(3.43)	(3.43)
吸收投资	0.00	0.19	107.50	0.00	0.00
负债净变化	60.96	49.28	(12.33)	(6.23)	(6.66)
支付股利、利息	14.02	15.54	4.53	3.79	3.67
其它融资现金流	3.01	(12.41)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	49.96	21.53	90.64	(10.02)	(10.33)
净现金流	6.05	(1.85)	97.41	(18.52)	(3.43)

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	154	241	385	462	568
现金及等价物	20	27	125	106	103
应收款项	95	145	211	301	408
存货净额	38	61	41	46	49
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	8	8	8	8
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	96	116	122	115	108
无形资产及其他资产	26	24	24	24	24
资产总计	276	382	530	601	700
流动负债	145	242	235	235	235
短期借款	70	127	120	120	120
应付款项	72	111	111	111	111
其它流动负债	2	4	4	4	4
非流动负债	32	24	19	12	6
负债合计	177	266	254	248	241

股本

其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	6	6	105	105	105
其他综合收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
盈余公积	11	14	19	26	36
未分配利润	36	52	101	170	266
少数股东权益	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
股东权益	98	115	276	353	459
负债和股东权益合计	276	382	530	601	700

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。