

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023 年 01 月 10 日

市场数据

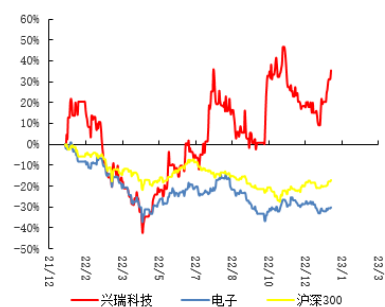
目前股价	28.03
总市值（亿元）	83.49
流通市值（亿元）	81.16
总股本（万股）	29,785
流通股本（万股）	28,955
12 个月最高/最低	28.60/10.60

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

✉ zoulanlan@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

业绩高增长，新能源汽车业务持续发力

——兴瑞科技（002937）公司动态点评

盈利预测

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1040.39	1251.83	1703.49	2309.25	3123.49
(+/-%)	1.65%	20.32%	36.08%	35.56%	35.26%
净利润	127.23	113.40	212.83	283.62	372.07
(+/-%)	-7.98%	-10.87%	87.69%	33.26%	31.19%
摊薄 EPS	0.43	0.38	0.72	0.95	1.25
PE	65.19	73.76	39.18	29.40	22.41

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：**公司发布 2022 年业绩预告，公司 2022 年实现归母净利润 2.10-2.21 亿元，同比+85%-95%，实现扣非归母净利润 2.10-2.20 亿元，同比+105%-115%；单季度来看，2022 年 Q4 公司实现归母净利润 0.66-0.78 亿元，同比+170%-217%，实现扣非归母净利润 0.60-0.71 亿元，同比+186%-234%。
- 业绩高速增长，新能源汽车业务持续发力：**2022 年全年，公司归母净利润预计实现接近翻倍增长，单四季度归母净利润实现将近两倍增长，业绩增速亮眼。主要原因系公司于报告期内，陆续获得新能源电装头部企业项目定点并向更多新车型提供产品，新能源汽车业务在手订单充足，新客户及新产品的陆续导入放量，推动了公司业绩实现高增。报告期内，公司重点聚焦新能源汽车电装及智能终端业务的研发和拓展，充分发挥自身在生产工艺、精益管理、产能布局及供应链管理等方面积累的优势，经营效能提升明显。毛利率方面，公司 2022 年 Q1-Q3 单季毛利率分别为 22.67%、24.52%、26.21%，环比逐季向好，2022 年前三季度公司整体毛利率达 24.69%，超 2021 年年度水平。费用方面，公司 2022 年前三季度销售、管理、研发、财务费用率合计占比 10.29%，较 2021 年同期下降 5.43pcts，费用管控水平提升明显。
- 发行可转债加码产能扩张，助力新能源汽车业务步入发展快车道：**公司全力聚焦新能源汽车电装系列领域，在客户、产品线、产能等方面形成全方位布局，客户拓展方面，公司实现对松下、博世等优质老客户销售量产的提升和在电装领域的产品合作机会，同时开拓和筛选与国内头部电控企业及新势力车企等优质客户的定点推进。产品线拓展方面，公司汽车电子产品线已从传统汽车零部件向新能源汽车电池周边零组件及电控周边零组件方向拓展，并成功定点如传感器等智能化相关领域产品。产能规划方面，公司 2021 年于东莞、慈溪两地新建工厂，其中，东莞工厂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，已于 2022 年 6 月正

式竣工验收，2022年三季度已完成搬迁及试生产工作，目前已顺利生产；慈溪工厂主要用于新能源汽车电池零组件和5G智能终端部件，预计分别实现126/1300万套年产能，目前已在基地建设阶段，项目预计于2024年上半年投产；此外公司于10月26日发布可转债发行预案公告，拟发行可转债不超过4.71亿元用于慈溪新能源汽车零部件生产建设项目，项目的实施将进一步打开公司产能瓶颈，助力公司新能源汽车业务加速发展。

- **智能终端市场空间广阔，多方位布局奠定长期成长基础：**据 Statista 预测，全球智能家居市场规模预计将从2022年的1,157亿美元增长到2026年的1,952亿美元，2022-2026年年均复合增长率达14%。公司在智能终端领域布局深入。下游客户开拓上，公司已与特艺、康普、萨基姆等头部企业建立深度合作关系，并于2022年建立北美市场联络中心，聚焦北美市场开拓与客户深挖。产品线拓展上，公司结合在功能结构件方面制造优势，在深耕智能机顶盒、网通网关基础上，积极向智能安防、智能电表、智能音箱等方向拓展，并逐步实现单功能结构组件产品向结构模组件方向发展，目前，智能安防系列产品已顺利实现量产。产能布局上，公司以机构组件为核心，顺应智能终端产业链向东南亚转移与整合趋势，加快在越南、印尼布局产能扩张，提升与智能终端头部客户长期合作配合的产能调配能力和条件，目前越南和印尼产能开始逐步释放。随着5G、WIFI6技术逐步普及，带动物联网和人工智能应用的落地和推广，驱动智能终端市场规模持续增长，凭借多方位布局优势，公司在智能终端业务领域有望持续增长。
- **首次覆盖，给予“增持”评级：**公司成立于2001年，主营精密零组件的制造及研发，产品主要涵盖电子连接器、结构件、塑料外壳、镶嵌注塑件等，广泛应用于智能终端、汽车电子及新能源汽车三电系统和消费电子等。公司聚焦智能终端和新能源汽车行业，在智能终端领域，智能安防系列产品已顺利实现量产。在新能源汽车领域，公司得益于与松下等大客户同步研发积累的技术和量产能力，获得了与国内新能源汽车头部企业的合作机会，并在为新能源汽车头部客户提供新能源汽车三电产品方面取得了突破。同时，公司已陆续获得电装头部企业的项目定点并通过其向更多新车型提供产品，新能源汽车零部件生产业务所覆盖的新能源车型逐步增加，随着5G、WIFI6技术驱动的智能终端下游市场持续发展及新能源汽车持续高景气，公司业绩有望持续增长。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为2.13亿元、2.84亿元、3.72亿元，EPS分别为0.72元、0.95元、1.25元，对应PE分别为39X、29X、22X。
- **风险提示：**客户拓展不及预期，产能扩张不及预期，新产品市场需求不及预期，行业竞争加剧。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,040.39	1,251.83	1,703.49	2,309.25	3,123.49	成长性					
营业成本	726.76	947.75	1,277.10	1,713.00	2,307.32	营业收入增长	1.65%	20.32%	36.08%	35.56%	35.26%
销售费用	42.37	31.45	48.38	58.89	81.21	营业成本增长	-0.59%	30.41%	34.75%	34.13%	34.69%
管理费用	64.79	88.04	116.86	154.49	211.15	营业利润增长	-7.85%	-14.86%	94.03%	31.04%	32.23%
研发费用	48.28	56.64	70.35	97.91	134.25	利润总额增长	-9.17%	-14.65%	93.98%	31.06%	32.28%
财务费用	12.86	5.54	-52.64	-35.10	-37.17	归母净利润增长	-7.98%	-10.87%	87.69%	33.26%	31.19%
其他收益	3.32	2.52	2.92	2.72	2.82	盈利能力					
投资净收益	2.66	12.37	7.51	9.94	8.73	毛利率	30.15%	24.29%	25.03%	25.82%	26.13%
营业利润	143.91	122.52	237.74	311.54	411.95	销售净利率	13.83%	9.79%	13.96%	13.49%	13.19%
营业外收支	-0.45	-0.08	-0.22	-0.25	-0.19	ROE	12.70%	10.72%	17.32%	20.37%	23.17%
利润总额	143.47	122.44	237.51	311.29	411.76	ROIC	34.44%	27.57%	28.35%	34.55%	36.29%
所得税	16.23	9.03	24.66	27.64	39.66	营运效率					
少数股东损益	-	0.01	0.02	0.03	0.04	销售费用/营业收入	4.07%	2.51%	2.84%	2.55%	2.60%
归母净利润	127.23	113.40	212.83	283.62	372.07	管理费用/营业收入	6.23%	7.03%	6.86%	6.69%	6.76%
资产负债表						研发费用/营业收入	4.64%	4.52%	4.13%	4.24%	4.30%
					(百万)	财务费用/营业收入	1.24%	0.44%	-3.09%	-1.52%	-1.19%
流动资产	915.34	970.04	1,157.34	1,421.02	1,770.67	投资收益/营业利润	1.85%	10.09%	3.16%	3.19%	2.12%
货币资金	493.07	418.10	458.15	421.81	480.27	所得税/利润总额	11.32%	7.38%	10.38%	8.88%	9.63%
应收票据及应收账款合计	262.76	349.57	494.74	642.31	900.72	应收账款周转率	3.98	4.09	4.04	4.06	4.05
其他应收款	6.05	19.67	12.86	60.00	61.00	存货周转率	13.15	10.68	11.48	11.24	11.46
存货	91.18	143.15	153.73	257.14	287.75	流动资产周转率	1.19	1.33	1.60	1.79	1.96
非流动资产	348.69	463.65	473.10	505.08	520.95	总资产周转率	0.86	0.93	1.11	1.30	1.48
固定资产	251.26	266.61	287.00	290.10	291.31	偿债能力					
资产总计	1,264.03	1,433.69	1,630.44	1,926.10	2,291.62	资产负债率	20.72%	26.18%	24.60%	27.70%	29.92%
流动负债	261.55	372.08	399.39	531.13	683.53	流动比率	3.50	2.61	2.90	2.68	2.59
短期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.15	2.22	2.51	2.19	2.17
应付款项	195.78	288.13	321.33	434.17	587.40	每股指标 (元)					
非流动负债	0.36	3.19	1.77	2.48	2.13	EPS	0.43	0.38	0.72	0.95	1.25
长期借款	-	-	-	-	-	每股净资产	3.36	3.55	4.13	4.68	5.40
负债合计	261.91	375.27	401.16	533.61	685.66	每股经营现金流	0.96	0.75	0.32	0.42	0.84
股东权益	1,002.12	1,058.42	1,229.27	1,392.49	1,605.97	每股经营现金/EPS	2.23	1.99	0.44	0.44	0.67
股本	294.40	297.53	297.53	297.53	297.53	估值					
留存收益	716.65	800.24	931.70	1,094.88	1,308.32	PE	65.19	73.76	39.18	29.40	22.41
少数股东权益	-	0.03	0.05	0.08	0.12	PEG	2.13	1.52	2.53	0.96	0.46
负债和权益总计	1,264.03	1,433.69	1,630.44	1,926.10	2,291.62	PB	8.33	7.89	6.78	5.99	5.19
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	16.42	33.13	33.93	23.83	17.93
经营活动现金流	285.41	224.77	94.08	123.83	249.67	EV/SALES	3.02	4.41	4.60	3.41	2.50
其中营运资本减少	93.40	30.43	-102.93	-165.64	-135.70	EV/IC	7.29	9.44	10.75	8.44	7.18
投资活动现金流	-143.42	-119.04	-61.81	-76.26	-69.03	ROIC/WACC	3.88	3.11	3.20	3.90	4.09
其中资本支出	68.23	137.82	70.76	86.44	78.60	REP	1.88	3.04	3.37	2.17	1.75
融资活动现金流	-35.36	-43.15	7.77	-83.90	-122.17						
净现金总变化	106.63	62.58	40.04	-36.33	58.46						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>