

骏创科技 (833533.BJ)

2023 年 09 月 08 日

投资评级：增持（首次）

日期	2023/9/7
当前股价(元)	16.74
一年最高最低(元)	25.78/10.97
总市值(亿元)	16.63
流通市值(亿元)	5.62
总股本(亿股)	0.99
流通股本(亿股)	0.34
近 3 个月换手率(%)	228.51

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

万泉（联系人）

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790122090009

● 专注汽车塑料件 10 余载，2023H1 归母净利润高增 85% 至 4501 万元

公司深耕汽车塑料零部件、模具、汽车金属零部件、非汽车零部件等产品。2022 年出售无锡沃德子公司后不再有汽车金属零部件业务。2022 年北交所上市公司公开募资净额 9329 万元，扩产汽车零部件 2900 万件，为未来发展提供产能保障。受益于新能源汽车销量高速增长，2023H1 实现营收 3.17 亿元（+37%）、归母净利润 4500.79 万元（+85%），综合毛利率回升至 27.23%（+3.78pcts）。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.89/1.19/1.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.89/1.19/1.65 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 18.8/14.0/10.2 倍。我们看好公司配套在 T 公司新能源车功能件方向的发展前景，首次覆盖给予“增持”评级。

● 16 项发明专利聚焦“以塑代钢”核心技术，深度配套 T 公司有望乘东风远航
技术：截至 2022 年末，拥有专利 159 项，其中发明专利 16 项。双色成型等核心技术已覆盖汽车悬架轴承、天窗控制面板、新能源车功能部件等主要产品。**客户：**与安通林、斯凯孚和饰而杰合作超 10 年，2018 年后陆续与 T 公司、广达集团、和硕联合建立合作关系，直接或间接服务 T 公司、福特、捷豹路虎、通用、日产、吉利等品牌。**配套：**是 T 公司一级、二级供应商。据 T 公司 2023Q2 更新报告数据显示，其主要车型单季度销量同比增长 83%。在较强粘性的配套关系下，公司新能源汽车功能部件收入有望随 T 公司的销量提升而持续增长。

● “双碳”政策引导汽车轻量化推进，产业复苏逻辑下车用塑料迎来放量机遇
据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，我国目标到 2035 年，燃油乘用车与纯电动乘用车整车轻量化系数分别降低 25%、35%。政策引导背景下，我国单车塑料用量预期持续赶超发达国家水平。下游方面，2022 年中国汽车市场复苏向好，产销分别完成 2702 万辆（+3.4%）和 2686 万辆（+2.1%）。汽车塑料件作为“双碳”背景、轻量化趋势下“以塑代钢”的重要载体，2016-2021 年市场规模由 328 亿元增加至 465 亿元，预计 2026 年达 643 亿元。与新泉股份、岱美股份等公司相比，骏创科技规模尚小但成长性出众，2022 年毛利率高于行业均值。

● 风险提示：宏观经济以及下游市场波动的风险、主要客户集中风险

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	345	586	731	1,014	1,419
YOY(%)	92.9	69.5	24.8	38.7	40.0
归母净利润(百万元)	28	61	89	119	164
YOY(%)	33.5	116.6	46.0	33.6	38.2
毛利率(%)	22.6	25.9	27.0	27.1	27.2
净利率(%)	7.6	10.5	11.5	11.2	11.2
ROE(%)	22.7	23.2	26.1	27.7	29.1
EPS(摊薄/元)	0.28	0.61	0.89	1.19	1.65
P/E(倍)	59.3	27.4	18.8	14.0	10.2
P/B(倍)	14.0	6.3	5.1	3.9	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 专注汽车塑料件 10 余载, 2023H1 归母净利润高增 85%.....	4
1.1、 业务: 汽车塑料零部件创收超 80%, 模具产品大部分是生产性模具.....	5
1.2、 财务: 2023H1 营收 3.17 亿元 (+37%)、归母净利润 4501 万元 (+85%)	8
1.3、 募投: 2022 年公开募资净额 9329 万元, 扩产汽车零部件 2900 万件.....	10
2、 拓展“以塑代钢”技术体系, 深度配套 T 公司乘风远航.....	12
2.1、 技术: 拥有发明专利 16 项, 随“以塑代钢”发展趋势建立技术防线	12
2.2、 客户: 外销占比迅速拉升, 2022 年 60%收入源自 T 公司及其配套商	13
2.3、 配套: T 公司一级/二级供应商, 其 2023Q2 主要车型销量增长 83%	15
3、 政策引导汽车轻量化推进, 复苏逻辑下车用塑料迎来机遇	17
3.1、 现状: 我国单车塑料用量低于发达国家, 轻量化要求下有待提升	17
3.2、 空间: 预计 2026 年汽车零件工程塑料销售额达人民币 643 亿元	20
3.3、 格局: 骏创科技规模尚小但成长性出众, 盈利能力高于业内均值	21
4、 盈利预测与投资建议	23
5、 风险提示	23
附: 财务预测摘要	24

图表目录

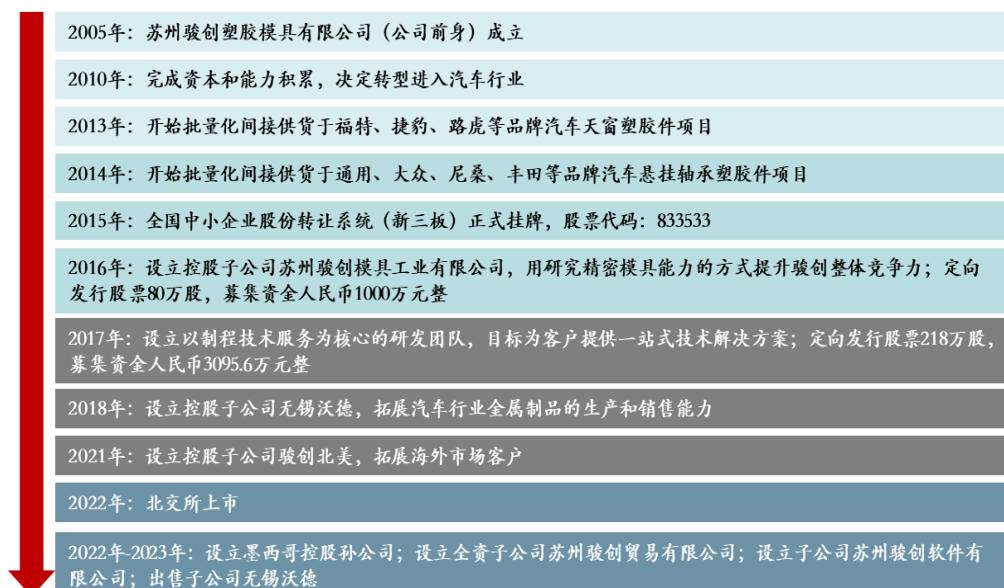
图 1: 成立于 2005 年, 2010 年决定转型进入汽车行业.....	4
图 2: 2019 年开始提供新能源车功能部件.....	4
图 3: 汽车塑料零部件创收占比近 90%.....	5
图 4: 公司汽车塑料零部件产品在传统燃油汽车和新能源汽车中均有应用	5
图 5: 汽车悬架轴承部件应用示意图	6
图 6: 汽车天窗控制面板应用示意图	6
图 7: T 公司的配套新能源汽车功能部件示意图	7
图 8: 公司汽车金属零部件产品示意图	8
图 9: 2023H1 营收 3.17 亿元 (+37.04%)	9
图 10: 2023H1 归母净利润 4500.79 万元 (+84.88%)	9
图 11: 2023H1 综合毛利率回升至 27.23%	9
图 12: 新能源系列占比提升使塑料零部件毛利率上升	9
图 13: 2022 年期间费用率为 10.48%	10
图 14: 2022 年净利率为 10.48%	10
图 15: 现已在双色成型技术、高光免喷漆成型技术等方面形成核心技术体系	12
图 16: 2022 年外销收入占比升至 51.45%	13
图 17: 除 2021 年度外, 外销产品毛利率高于内销	13
图 18: 与客户形成长期稳定的合作关系	13
图 19: Model S/X 2023Q2 交付量同比增长 19% (辆)	16
图 20: Model 3/Y 2023Q2 交付量同比增长 87% (辆)	16
图 21: 主要原材料是改性塑料粒子、各类钢材等	17
图 22: 目标到 2035 年, 燃油、纯电动乘用车整车轻量化系数分别降低 25%、35%	17
图 23: 我国将新能源汽车和智能网联汽车作为国家制造业核心竞争力的提升领域	18
图 24: 聚丙烯和聚氨酯是汽车塑料材料中的占比前二	19
图 25: 我国每辆汽车使用塑料制品最多的也仅有 70kg, 与发达国家存在差距 (kg)	20

图 26: 2022 年我国汽车产量达 2702 万辆 (+3.4%)	20
图 27: 2022 年我国汽车销量达 2686 万辆 (+2.1%)	20
图 28: 2021 年美国汽车产销量分别为 917 万辆、1541 万辆	21
图 29: 预计 2026 年汽车零件工程塑料产品销售额达到人民币 643 亿元	21
图 30: 肇民科技和唯科科技在应用领域方面覆盖较广, 公司主营新能源车功能件	22
图 31: 骏创科技尽管规模尚小但成长性出众 (亿元)	22
图 32: 2022 年公司毛利率回升至业内中等偏上水平 (%)	22
表 1: 新能源汽车功能部件除了用于三电系统外, 还用于底盘系统、前门、尾门等	7
表 2: 公司模具产品中大部分是生产性模具	7
表 3: 汽车零部件扩建技术改造项目预计于 2024 年 6 月末达到可使用状态 (单位: 万元)	10
表 4: 产能利用率维持在 80% 以上、产销率维持在 95% 以上	10
表 5: 公司核心技术对产品关键性能产生重要影响	12
表 6: 服务的客户包括斯凯孚、安通林、T 公司等	14
表 7: 与安通林、斯凯孚和饰而杰自 2012 年、2013 年起开始合作, 自 2018 年起与 T 公司和广达集团建立合作	14
表 8: 2022 年第一大客户 T 公司收入占比 32.60%	15
表 9: 骏创科技既是 T 公司一级供应商又是二级供应商	15
表 10: 随着 T 公司车型销量的不断提升, 向 T 公司销售收入亦大幅增长	16
表 11: T 公司工厂遍布美国、中国、欧洲地区 (单位: 辆)	16
表 12: 1KG 的塑料可以替代钢铁等其他材料 2-3KG	18
表 13: 目前汽车内饰件已基本实现塑料化	18
表 14: 目前的内外饰件轻量化整体解决方案中, 塑料复合材料和合成塑料是两大塑料运用方向	19
表 15: 可比公司 2023PE 均值为 25.8X	23

1、专注汽车塑料件 10 余载，2023H1 归母净利润高增 85%

苏州骏创汽车科技股份有限公司创建于 2005 年 6 月，以汽车零部件的研发、生产、销售为核心业务，为汽车制造商及其零部件制造商等核心客户群体提供符合行业发展趋势及满足应用需求的零部件产品。截至 2022 年末，拥有 2 家全资子公司（苏州骏创模具工业有限公司、苏州骏创贸易有限公司）、2 家控股子公司（骏创北美、苏州骏创软件有限公司）和 1 家控股孙公司（骏创墨西哥）。2023 年 3 月，增加骏创北美的投资总额 300 万美元，增资后骏创北美总投资额为 400 万美元。

图1：成立于 2005 年，2010 年决定转型进入汽车行业



资料来源：Wind、骏创科技官网、开源证券研究所 注：2022 年出售子公司无锡沃德

2005 年-2011 年，专注于塑料零部件的制造，不断积累塑料零部件生产相关的技术和工艺，提升研发水平和制造能力。2012 年-2015 年，在丰富的技术、经验和制造能力的支持下，塑料零部件陆续获得下游客户的认可，成为知名汽车制造商及其零部件供应商的稳定供应商。2015 年-2018 年，随着与知名汽车零部件生产商长期稳定合作，产品被众多品牌的汽车制造商所采用，不断深化汽车零部件业务和产品，为客户提供汽车塑料零部件、汽车金属零部件和模具。2019 年开始，把握新能源汽车发展趋势，为汽车制造商提供应用于新能源汽车三电（电池、电机、电控）系统等新能源车功能部件。主营业务和主要经营模式不断深化发展，产品形态亦日渐丰富。

图2：2019 年开始提供新能源车功能部件

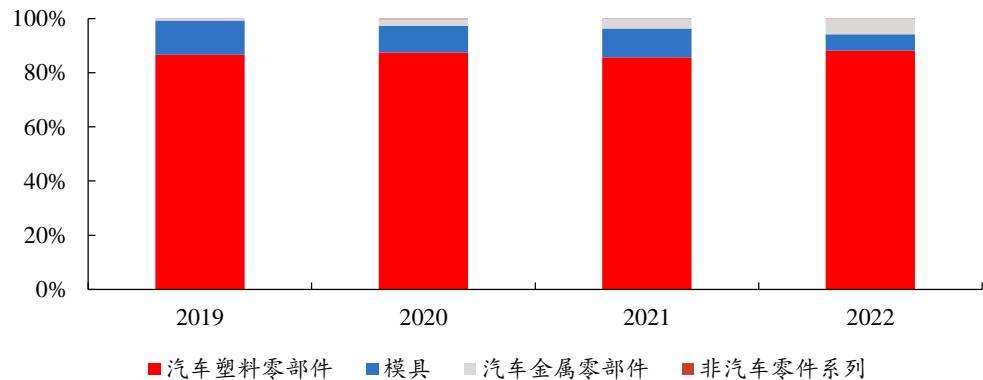


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.1、业务：汽车塑料零部件创收超 80%，模具产品大部分是生产性模具

主要产品包括汽车塑料零部件、模具、汽车金属零部件、非汽车零部件等，2022 年上述业务创收占比分别为 86.89%、5.98%、5.69%、0.02%。

图3：汽车塑料零部件创收占比近 90%

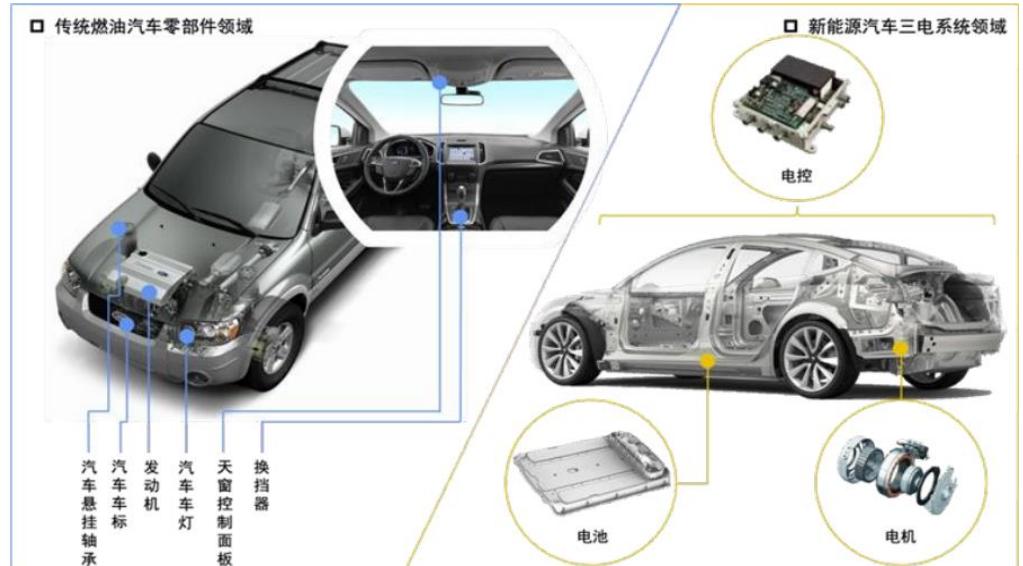


数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 汽车塑料零部件

汽车塑料零部件产品在传统燃油汽车和新能源汽车中均有应用，根据在汽车中的应用可分为汽车悬架轴承系列、汽车天窗控制面板系列、新能源汽车功能部件系列、其他汽车塑料零部件系列。

图4：公司汽车塑料零部件产品在传统燃油汽车和新能源汽车中均有应用



资料来源：公司招股书

(1) 汽车悬架轴承系列

汽车悬架轴承系列用于麦弗逊汽车悬架结构，安装于汽车前轮上方，主要功能是实现悬架模块转向时的平稳旋转和释放弹簧的压紧力矩，坚固、可靠的轴承和密封件有助于麦弗逊悬架系统保持良好的性能。公司主要利用双色注塑工艺等特色技

术为客户生产悬架轴承部件，实现较高刚性，因此替代了部分传统的金属轴承部件，顺应汽车行业“以塑代钢”的轻量化发展趋势。悬架轴承部件供给汽车轴承供应商斯凯孚，再由其进行装配总成为完整的悬架轴承，在通用、大众、丰田、日产、福特等品牌车型中广泛应用。

图5：汽车悬架轴承部件应用示意图



资料来源：公司招股书

(2) 汽车天窗控制面板系列

汽车天窗控制面板系列是指安装在汽车顶棚，用于实现对天窗及灯组进行控制的塑料零部件模组，通常由PCBA、PCBA保护盖、面板框、眼镜盒等部件构成，其中公司主要生产面板所需的PCBA保护盖、面板框、眼镜盒等塑料部件，并将上述部件交付给全球汽车零部件百强企业安通林，由其集成PCBA、连接器等其他部件形成总成产品后最终交付给汽车制造商使用。目前，公司汽车天窗控制面板系列主要应用于福特、捷豹路虎等品牌的各类车型。

图6：汽车天窗控制面板应用示意图



资料来源：公司招股书

(3) 新能源汽车功能部件系列

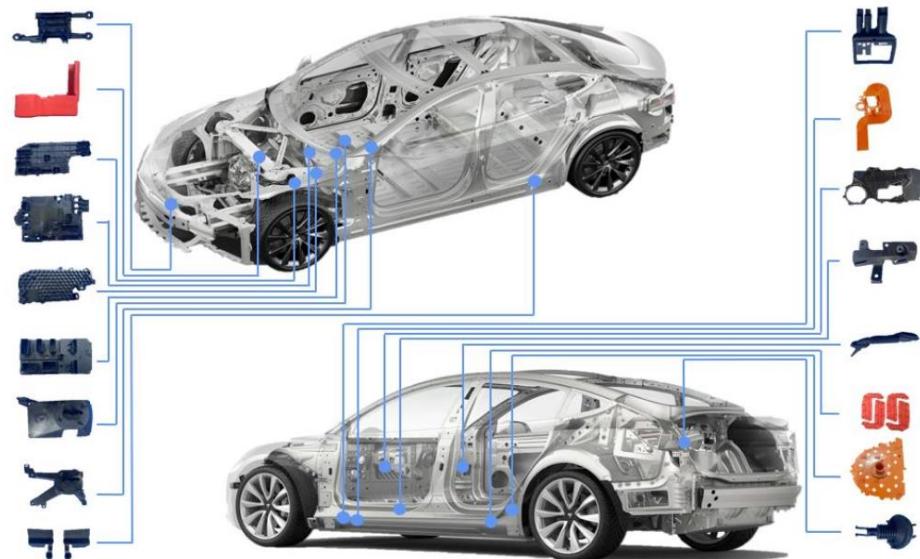
新能源汽车功能部件系列主要用于新能源汽车三电系统（电机、电池、电控），实现定位、支撑、密封、防尘、防震以及为其他功能部件提供安装接口条件等功能的精密塑料结构部件。公司新能源汽车功能部件除了用于三电系统外，还用于底盘系统、前门、尾门等，实现支撑、保护等功能。

表1：新能源汽车功能部件除了用于三电系统外，还用于底盘系统、前门、尾门等

产品类型	部件功能	细分产品名称	应用领域
电路板保护类塑料零部件	实现定位、支撑、密封、防尘、防震以及为其他功能部件提供安装接口条件等功能	PCBA 保护盖等塑料零部件	汽车三电系统
非电路板保护类塑料零部件	集成零件的承载、支撑、强化等功能	底盘系统、前门、尾门系统等部位的塑料零部件	车身、底盘系统

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

目前，新能源汽车功能部件主要用于T公司的配套，公司以一级供应商、二级供应商的身份向其提供产品，产品广泛应用于T公司全系在产车型。

图7：T公司的配套新能源汽车功能部件示意图


资料来源：公司招股书

(4) 其他汽车塑料零部件系列

其他塑料部件产品包括汽车车灯和车标部件、发动机部件、换挡器部件等。

➤ 模具

模具系列主要是指在客户购买模具所有权的销售模式下，由公司根据客户需求进行开发、制造并交给公司用于其零部件注塑生产的模具，该类产品为公司客户所有，其授权公司使用模具，生产相应的产品。另外，公司模具产品中有少量用于对外销售的商品性模具。

表2：公司模具产品中大部分是生产性模具

产品类别	产品示意	模具示意
天窗控制面板系列		



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

➤ 汽车金属零部件

公司汽车金属零部件产品为弹簧卡箍，主要用于传统燃油车的燃油系统、空调系统、冷却系统等，新能源车的电池冷却系统、空调系统、电机冷却系统等，防止汽车使用中的气体、液体泄露。公司弹簧卡箍产品由钢带通过冲压、盐浴热处理、抛丸以及环保型达克罗表面处理等工艺加工而成，相较于其他卡箍产品而言，公司采用弹性材料、冲压制程和盐浴热处理工艺等，确保公司产品对工作环境的适应性更强、性能更加稳定，能够随环境温度变化而伸缩，杜绝因温度变化出现卡箍紧固力衰减风险发生，另外达克罗表面处理技术也赋予公司产品更好的耐腐蚀性能。由于新能源汽车对冷却系统的需求更加广泛，与传统燃油汽车相比，新能源汽车中需要应用弹簧卡箍的场景更加丰富。

图8：公司汽车金属零部件产品示意图

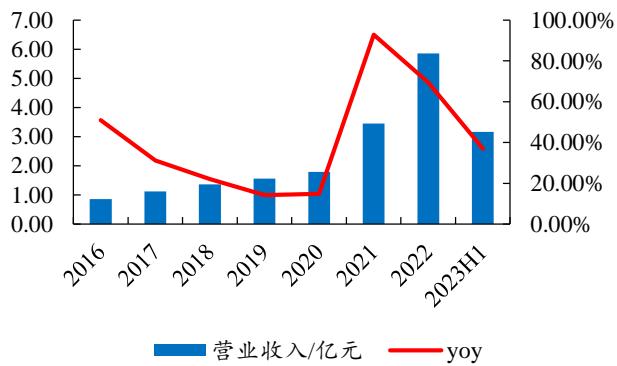


资料来源：公司招股书

1.2、财务:2023H1 营收 3.17 亿元(+37%)、归母净利润 4501 万元(+85%)

营收及归母净利润规模逐年爬升，2022 年实现营收 5.86 亿元 (+69.53%)、归母净利润 6077.07 万元 (+116.56%)。2022 年，汽车塑料零部件、模具、汽车金属零部件分别创收 50877 万元、3501 万元、3333 万元，其中汽车塑料件同比增长 74% 贡献了主要增量。

2023年上半年实现营收3.17亿元(+37.04%)、归母净利润4500.79万元(+84.88%)。由于已出售无锡沃德子公司，故不再有汽车金属零部件业务，汽车塑料零部件、模具分别创收30999.98万元(+55%)、619.48万元(-55%)，受益于新能源汽车销量的高速增长，2023上半年下游客户海外生产规模扩大速度较快，促使外销占比进一步提升。

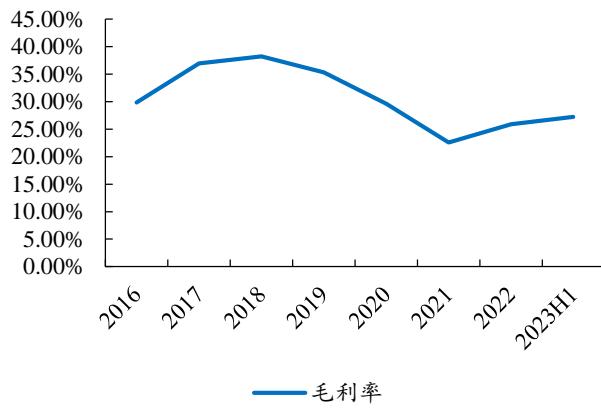
图9：2023H1 营收3.17亿元(+37.04%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

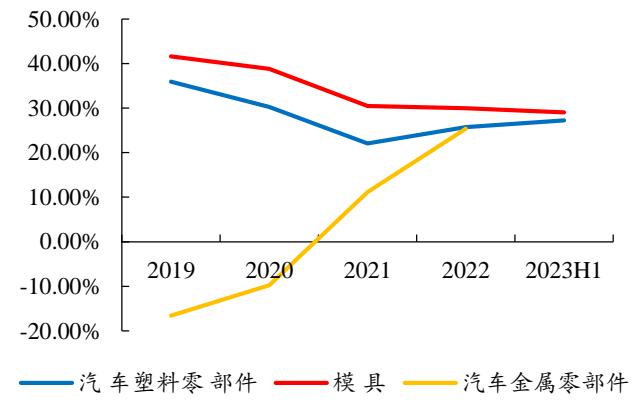
图10：2023H1 归母净利润4500.79万元(+84.88%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

近年综合毛利率小幅下滑，至2022年回升达25.89%。汽车塑料零部件：2019年新能源汽车功能部件系列进入量产阶段，由于涉及较多的外购零件和组装工序，毛利率相对较低，随着新能源汽车功能部件系列销售占比的提升，使得汽车塑料零部件的毛利率有所上升；模具：毛利率呈逐年下降的趋势，主要系向T公司销售的模具占比提升所致，该类模具的毛利率水平相对较低。汽车金属零部件：该产品系列为标准件产品，因此随着产量的提升，生产工艺逐渐成熟，规模效应逐步体现，使得毛利率逐年提升。2023年上半年，综合毛利率继续回升至27.23%(+3.78pcts)。

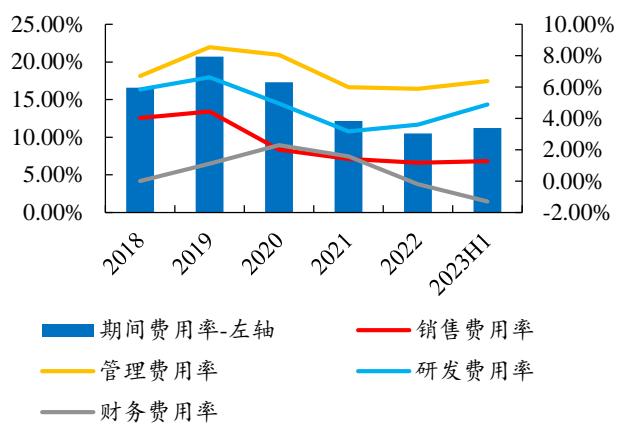
图11：2023H1 综合毛利率回升至27.23%


数据来源：Wind、开源证券研究所

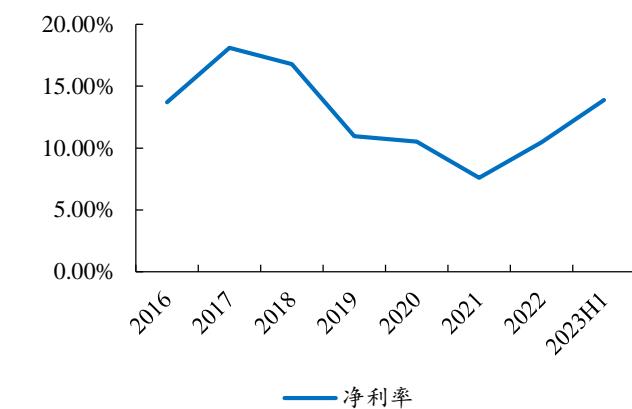
图12：新能源系列占比提升使塑料零部件毛利率上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年公司期间费用率为10.48%，低于2020年、2021年水平。近三年期间费用率较2019年降低较多，主要因新冠疫情反复原因，销售人员出差、接待客户减少，导致销售费用占比逐年降低，同时管理费用占比也在降低所致。净利率水平较为波动，2022年达10.48%，2023H1达13.89%。

图13：2022年期间费用率为10.48%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2022年净利率为10.48%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、募投：2022年公开募资净额9329万元，扩产汽车零部件2900万件

本次发行价格为12.50元/股，初始发行股份数量为860.00万股，募集资金总额为人民币107,500,000.00元，扣除发行费用人民币14,208,358.50元（不含税），实际募集资金净额人民币93,291,641.50元，于2022年5月13日到账。募集资金投资于汽车零部件扩建技术改造项目、研发中心建设项目、补充流动资金项目和偿还银行贷款项目。截至2022年6月24日，公司以自筹资金预先投入募集资金投资项目金额共计人民币14,182,405.00元，募集资金置换已经完成。

表3：汽车零部件扩建技术改造项目预计于2024年6月末达到可使用状态（单位：万元）

募集资金用途	调整后投资总额	2022年投入金额	截至2022年末累计投入金额	截至2022年末投入进度(%)	项目达到预定可使用状态日期
汽车零部件扩建技术改造项目	1,829.16	1,576.45	1,576.45	96.41%	2024年6月30日
研发中心建设项目		187.01	187.01	96.41%	2024年6月30日
补充流动资金项目	2,400.00	2,400.00	2,400.00	不适用	
偿还银行贷款项目	5,100.00	5,100.00	5,100.00	不适用	
合计	9,329.16	9,263.46	9,263.46	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司产能负荷已经较为饱和，近年来产能利用率均维持在80%以上的较高水平，且公司产品销量呈现逐年增长趋势，产销率均维持在95%以上的较高水平。汽车零部件扩建技改募投项目预计设备投产后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，共2900万件。

表4：产能利用率维持在80%以上、产销率维持在95%以上

项目	2019年度	2020年度	2021年度
理论产能(小时)	355,440.00	396,696.00	478,776.00
实际产能(小时)	284,394.00	327,442.00	383,424.00
产能利用率	80.01%	82.54%	80.08%

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度
产量（件）	55,299,251	62,342,942	75,509,878
销量（件）	54,618,330	59,835,889	73,918,203
产销率	98.77%	95.98%	97.89%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2、拓展“以塑代钢”技术体系，深度配套T公司乘风远航

2.1、技术：拥有发明专利 16 项，随“以塑代钢”发展趋势建立技术防线

公司以市场需求为导向，不断强化自身技术研发、创新能力，现已在双色成型技术、高光免喷漆成型技术、金属嵌件埋入成型技术、以塑代钢应用产品开发等方面形成核心技术体系，契合汽车行业轻量化、电动化、智能化、美观化等发展趋势。截至 2022 年末，公司拥有专利 159 项，其中发明专利 16 项。

图15：现已在双色成型技术、高光免喷漆成型技术等方面形成核心技术体系



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

双色成型技术等核心技术已覆盖目前公司汽车悬架轴承系列、汽车天窗控制面板系列、新能源汽车功能部件系列、其他汽车塑料零部件系列等全部汽车塑料零部件，以及模具、汽车金属零部件、非汽车零部件等主要产品。

表5：公司核心技术对产品关键性能产生重要影响

技术名称	技术适用产品	对产品关键性能的影响程度
双色成型技术	悬架轴承部件系列	悬架轴承密封圈是非常关键的部件，需要确保轴承密封性，防止污染物进入破坏轴承使用环境，进而提升悬架轴承使用寿命。该技术的应用能够使得温差达到 100°C 左右的两种塑料粒子应用于同一零部件，且两种材料的附着力能够达到耐受 700N 以上拉拔力测试，保证密封性能良好。
金属嵌件埋入成型技术	新能源汽车功能部件系列	以“T 公司”为代表的新能源汽车制造商对复杂结构件的需求和要求不断提升，涉及将多样化且具有不同结构特征的零部件进行嵌入和组装，因此其实现集成过程的难度较大，公司通过金属嵌件埋入成型技术，能够适应新能源汽车发展形势下的复杂集成化生产需求。
高光免喷漆成型技术	天窗控制面板部件系列	零部件厂商为实现高光钢琴黑，通常采用喷漆工艺，该类工艺环保污染重、良品率低、生产成本高，产品表面有喷漆层物质，降低了电子传感零件运行所需的红外线穿透率。本技术顺应汽车行业低 VOCs 排放的环保趋势，公司通过一次注塑成型得到符合钢琴烤漆效果的塑料零部件，且产品没有明显熔接线，保证产品美观性的同时，实现红外信号良好传输的功能特性。
以塑代钢的应用技术	悬架轴承部件系列、新能源汽车功能部件系列	与客户协同开发通过塑料材料开发与选择，满足悬架轴承部件刚性等性能需求，实现部件以塑代钢。在新能源汽车功能部件方面，原有支架和壳体类部件多采用铝制材质，通过材料开发并配合模具和注塑工艺能力，促使以塑代钢的支架和壳体部件产品具备较强刚性、高精度尺寸和形位公差等特性。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2.2、客户：外销占比迅速拉升，2022年60%收入源自T公司及其配套商

采购模式：物资采购主要为塑料粒子、钢材等原材料，以及用于研发测试和生产制造的机器设备。**研发模式：**包括专案性研发和常规性开发。专案性研发旨在提升核心技术水平和能力，在现有产品基础上，结合行业前瞻性技术或尚未涉足的产品领域做外延式开发。常规性开发主要聚焦于部分客户提出的产品开发需求点，内部评估该技术拓展性应用价值，并针对技术点进行深入开发，作为储备技术用于后续项目的普遍性应用。**生产模式：**取“以销定产”的生产模式。

2019-2022年外销增长迅速，占比拉升至51%。2019-2022年外销收入占比由12%升至51%，主要系销售给T公司、广达集团、和硕联合的新能源汽车功能部件系列收入大幅提升所致。毛利率对比而言，除2021年度外，外销产品毛利率高于内销，主要系产品结构差异所致，此后2022年外销毛利率有所回升。

图16：2022年外销收入占比升至51.45%

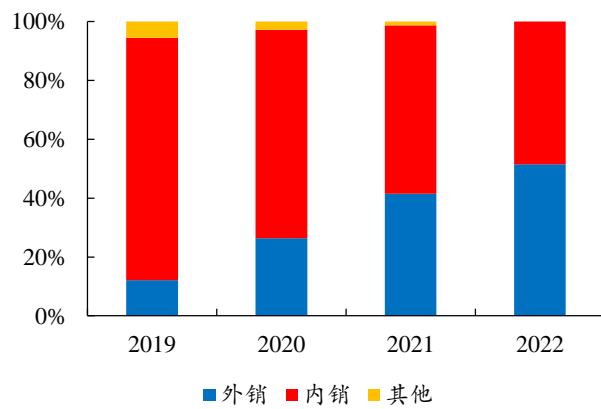
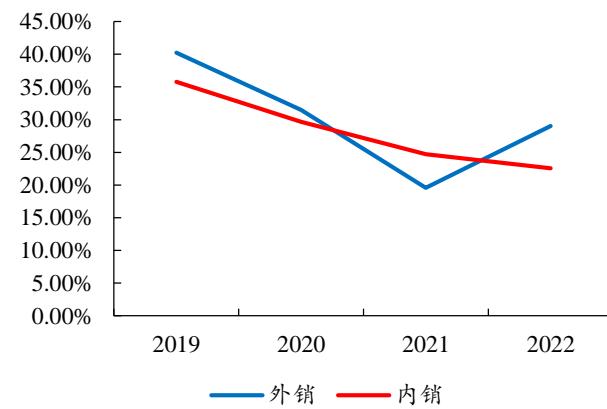


图17：除2021年度外，外销产品毛利率高于内销



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

深耕汽车零部件市场多年。服务的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、全球领先的新能源汽车制造商T公司、世界五百强企业广达集团及和硕联合，直接或间接服务的汽车制造商涵盖T公司、福特、捷豹路虎、通用、大众等欧美品牌，日产、丰田等日系品牌，以及吉利、比亚迪等国产自主品牌。

图18：与客户形成长期稳定的合作关系



资料来源：公司招股书

表6：服务的客户包括斯凯孚、安通林、T公司等

序号	客户	经营情况
1	斯凯孚	斯凯孚总部设立于瑞典，成立于1907年，目前在全球拥有近百余家工厂，主要生产各类轴承，密封件，轴承用特种钢。为轴承科技与制造的领导者，为全球最大的滚动轴承制造公司之一，其业务遍及世界130个国家，每年生产五亿多个轴承，销售网遍布全球。
2	安通林	安通林集团是世界上最大的汽车零部件制造商之一，也是汽车内饰创新技术和解决方案的领先供应商。在细分领域（内外饰、顶棚等）位居前列。公司在26个国家拥有150多家工厂和30,000名员工。
3	T公司	美资企业，是全球领先的新能源车厂，产销电动车、太阳能板、及储能设备。
4	和硕联合	和硕联合科技股份有限公司 Pegatron Corporation (台证所：4938) 创立于2007年(从华硕电脑分拆而来)，总部位于台北，连同其子公司在全球从事设计，制造和销售计算机，通信和消费电子产品。2020年8月10日，和硕位列《财富》世界500强排行榜第269位。公司产品包括穿戴装置、智慧家庭装置、车用电子(Automotive Electronics)等，着重于软硬体核心技术之整合发展，提供客户完整解决方案及高附加值之产品与服务。
5	广达集团	广达集团由林百里总裁创建于1988年，除了在笔记本电脑领域中维持领先地位外，广达集团更延伸触角至服务器、液晶显示器、液晶电视、通讯、汽车等领域，积极展开产业整合布局。为全球 Fortune500 大公司之一。
6	饰而杰	SRG Global 是世界领先的汽车和商用车卡行业塑料高价值涂料制造商之一，在包括北美，西欧和中欧以及亚洲在内的世界各主要地区均拥有制造业。总部设在美国密歇根州 Troy。作为全球最大的汽车工业镀铬塑料配件生产商之一，专长于塑料拉丝制成品，包括拉丝电镀和拉丝镍表面处理工艺，其产品包括格栅，车牌，仪表盘框与内饰材料，被广泛应用于几乎世界上每一个汽车制造商所生产的产品上。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

客户合作历史悠久，客户（除T公司外）均为汽车零部件一级供应商，公司为二级供应商。与安通林、斯凯孚和饰而杰自2012年、2013年起开始合作，拥有约10年的合作历史，自2018年起与T公司和广达集团建立稳定的合作关系，自2019年起与和硕联合建立稳定的合作关系。由于T公司系整车制造厂商，对供应商相关信息有较高的保密要求，故公司无法获取同类供应商相关信息及在客户中的供应商地位；斯凯孚、安通林、和硕联合、广达集团和饰而杰为汽车零部件行业的知名一级供应商，公司为主要二级供应商，且目前在客户的同类供应商体系中具有一定的竞争优势，能够及时的保证质量的满足客户标准和要求。

表7：与安通林、斯凯孚和饰而杰自2012年、2013年起开始合作，自2018年起与T公司和广达集团建立合作

序号	客户名称	销售的零部件或模具类型以及数量(2019-2021年合计数)	骏创科技的供应商层级	进入供应商名录或通过认证时间	对应主要汽车品牌以及车型	开始合作时间
1	安通林	销售汽车塑料零部件 6,085.36 万件及模具 116 套	二级供应商	2012 年	福特，捷豹路虎、吉利	2012 年
2	斯凯孚	销售汽车塑料零部件 10,008.97 万件及模具 33 套	二级供应商	2012 年	通用，大众，日产、丰田	2013 年
3	饰而杰	销售汽车塑料零部件 1,581.72 万件及模具 37 套	二级供应商	2012 年	福特，通用，大众、奥迪、捷豹路虎	2013 年
4	广达集团	销售汽车塑料零部件 391.37 万件	二级供应商	2017 年	T 公司	2018 年
5	T公司	销售汽车塑料零部件 516.96 万件及模具 163 套	一级供应商/二级供应商	2018 年	T 公司品牌车型	2018 年
6	和硕联合	销售汽车塑料零部件 195.4 万件	二级供应商	2018 年	T 公司	2019 年

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2022 年第一大客户 T 公司收入占比 32.60%。随着与 T 合作的逐步加深，
2020-2022 年公司对 T 公司以及其一级供应商广达集团、和硕联合的销售额逐年上升，
至 2022 年对三者合计销售收入 3.52 亿元，占总营收的 60%。

表8：2022年第一大客户 T 公司收入占比 32.60%

序号	客户	销售金额/万元	年度销售占比
2022 年			
1	T 公司	19,087.73	32.60%
2	广达集团	9,204.36	15.72%
3	斯凯孚	7,041.75	12.03%
4	和硕联合	6,897.44	11.78%
5	安通林	4,449.45	7.60%
合计		46,680.73	79.72%
2021 年			
1	T 公司	10,782.59	31.22%
2	斯凯孚	6,575.74	19.04%
3	安通林	4,937.38	14.29%
4	广达集团	4,636.82	13.42%
5	和硕联合	2,969.28	8.60%
合计		29,901.82	86.57%
2020 年			
1	斯凯孚	6,376.34	35.61%
2	安通林	4,948.46	27.64%
3	T 公司	1,495.68	8.35%
4	广达集团	1,407.28	7.86%
5	和硕联合	1,158.01	6.47%
合计		15,385.78	85.93%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、配套：T 公司一级/二级供应商，其 2023Q2 主要车型销量增长 83%

和硕联合和广达集团主要业务均涉及汽车电路板模组生产制造，均系 T 公司合格一级供应商，其向 T 公司供应汽车电子件模组，均向公司采购电路板保护盖等零件。因此骏创科技既是 T 公司一级供应商又是二级供应商。

表9：骏创科技既是 T 公司一级供应商又是二级供应商

客户	产品类型	购买用途	配套车型
T 公司	非电路板保护盖类零件 (新能源汽车功能部件)	自产使用	T 公司在量产 车型
和硕联合	电路板保护盖类零件 (新能源汽车功能部件)	通过自产组装后销售给下 游客户	T 公司在量产 车型
广达集团	电路板保护盖类零件 (新能源汽车功能部件)	通过自产组装后销售给下 游客户	T 公司在量产 车型

资料来源：第一轮问询函回复、开源证券研究所

自 2019 年开始与 T 公司批量交易，随着 T 公司车型销量的不断提升，向 T 公司及其一级供应商配套的新能源汽车功能部件的销售收入亦大幅增长。目前 T 公司在中国境内的供应商的类型和数量趋于稳定，双方团队的磨合较为顺畅，加之对 T 公司产品的熟悉程度越来越高，生产效率和产品良率逐步提升，合作双方的粘度持续增强。

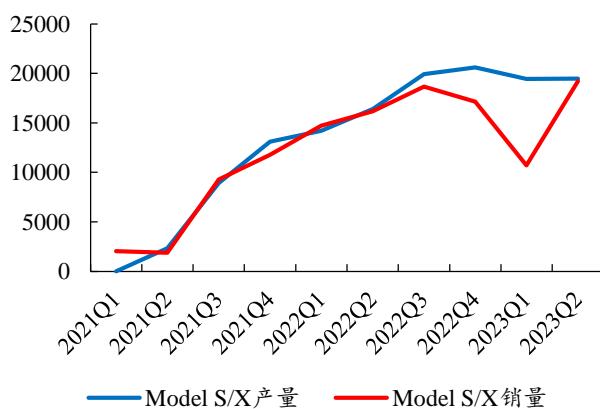
表10：随着 T 公司车型销量的不断提升，向 T 公司销售收入亦大幅增长

发展阶段	T 公司的发展情况	新能源汽车功能部件的销售金额
2019 年度	实现销量 36.77 万辆，新建上海工厂	641.03 万元
2020 年度	实现销量 49.97 万辆，上海工厂投产	4,485.64 万元
2021 年度	实现销量 93.62 万辆，新建欧洲工厂和美国工厂	17,879.13 万元

资料来源：第二轮问询函回复、开源证券研究所

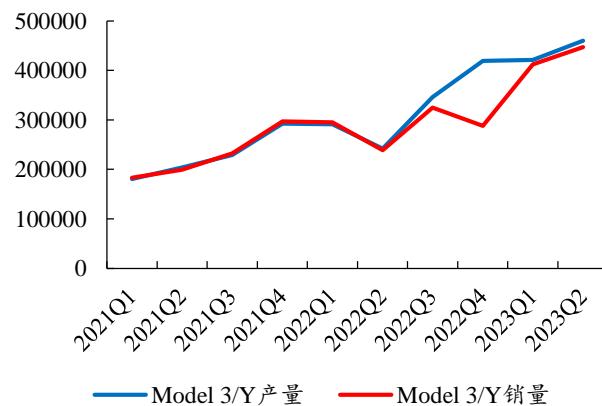
T 公司主要车型销量逐季度走高。据 T 公司 2023Q1\Q2 更新报告数据显示，Model S/X 在 2023Q1 及 2023Q2 的交付量分别为 10,695 辆、19,225 辆，第二季度同比增长 19%；Model 3/Y 在 2023Q1 及 2023Q2 的交付量分别为 412,180 辆、446,915 辆，第二季度同比增长 87%。

图19：Model S/X 2023Q2 交付量同比增长 19%（辆）



数据来源：T 公司 2023Q1/Q2 更新报告、开源证券研究所

图20：Model 3/Y 2023Q2 交付量同比增长 87%（辆）



数据来源：T 公司 2023Q1/Q2 更新报告、开源证券研究所

表11：T 公司工厂遍布美国、中国、欧洲地区（单位：辆）

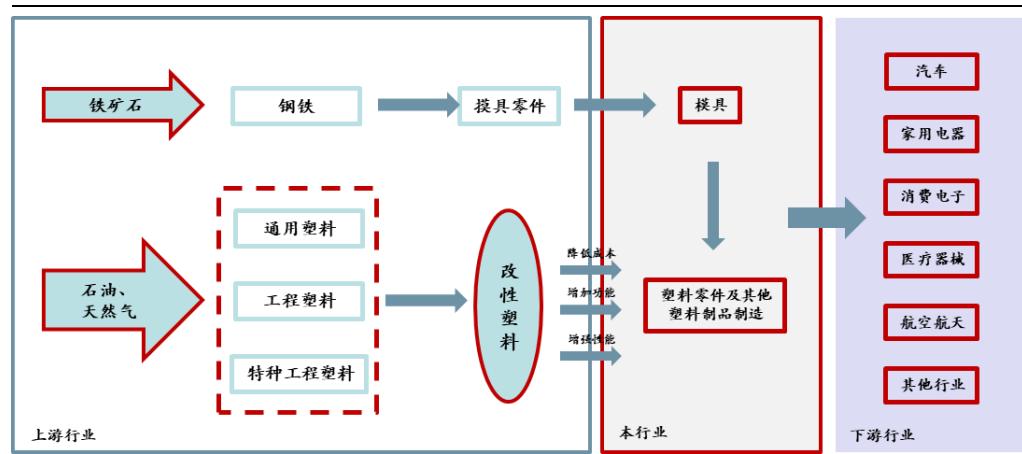
地区	车型	产能	状态
加州弗里蒙特工厂	Model S/X	100000	投产
	Model 3/Y	550000	投产
中国上海超级工厂	Model 3/Y	>750000	投产
德国柏林超级工厂	Model Y	375000	投产
德州奥斯汀超级工厂	Model Y	>250000	投产
	Cybertruck	-	安装
内华达州超级工厂	Tesla Semi	-	试生产
Various	Next Gen Platform	-	在建
TBD	Roadster	-	在建

数据来源：T 公司 2023Q2 更新报告、开源证券研究所

3、政策引导汽车轻量化推进，复苏逻辑下车用塑料迎来机遇

骏创科技的主营业务为汽车塑料零部件，主要原材料为改性塑料粒子（PP、PC、TPE、PA66 等）、各类钢材等。塑料零件行业的上游行业主要为塑料工业行业。塑料作为最常见的高分子材料之一，与钢铁、水泥、木材一起构成现代社会中的四大基础材料，既是国民经济重要领域不可缺少的生产资料，也是与人们生活紧密相关的消费资料。下游覆盖汽车、家电、消费电子等多个应用领域。

图21：主要原材料是改性塑料粒子、各类钢材等

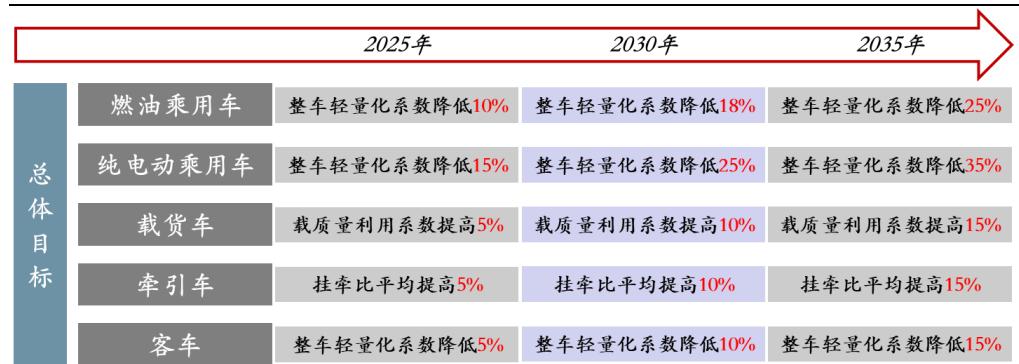


资料来源：肇民科技招股书、开源证券研究所

3.1、现状：我国单车塑料用量低于发达国家，轻量化要求下有待提升

在世界各国排放标准愈加严格的大环境下，汽车轻量化概念，作为实现汽车节能减排的重要路径，已经被社会公众、政府部门以及全球各大汽车制造商所广泛接受，成为世界汽车发展不可逆转的趋势。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，我国自主轻量化技术开发和应用体系的构建，摒弃以整车整备质量和轻质材料用量为衡量标准的传统做法，引入“整车轻量化系数”、“载质量利用系数”、“挂率比”等作为衡量整车轻量化水平的依据；目标到 2035 年，燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低 35%。

图22：目标到 2035 年，燃油、纯电动乘用车整车轻量化系数分别降低 25%、35%



资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》、开源证券研究所

随着 5G、物联网以及人工智能等创新技术的发展和普及，传统汽车开始向电动化、网联化、智能化的智能汽车转型，汽车产业已经进入产业发展的深刻变革时期。当前，全球各国都在加速推进汽车的智能化进程，无论是传统汽车还是新能源汽车，

都在朝着智能网联方向发展；同时，国内《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》明确了“十四五”期间我国汽车产业发展的基本要求和根本遵循，将新能源汽车和智能网联汽车作为国家制造业核心竞争力提升领域进行布局。

图23：我国将新能源汽车和智能网联汽车作为国家制造业核心竞争力的提升领域



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

塑料在汽车工业中的应用始于 20 世纪 50 年代。由于塑料的重量比钢等材料更轻，1kg 塑料可以替代 2-3kg 钢等更重的材料，每减少汽车自重 10%，可以降低 6%-8% 的油耗，因此增加塑料在汽车中的用量可以降低整车成本并达到节能效果。

表12：1KG 的塑料可以替代钢铁等其他材料 2-3KG

改性塑料特点	在汽车工业中的优势
轻便	1KG 的塑料可以替代钢铁等其他材料 2-3KG，减少汽车重量，省油环保
样式丰富	颜色、外观较为丰富
加工成本低	生产塑料零部件的费用较金属制品低
其它特性	抗冲击性；耐酸碱性；电绝缘性和耐磨隔热性等

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

汽车使用的塑料材料主要有尼龙材料、聚酯材料、聚甲醛材料和聚碳酸酯材料。这些材料在汽车工业中有着广泛的应用，如内饰件、外饰件、发动机室零部件和电器件。目前汽车内饰件已基本实现塑料化，大部分外饰件和部分发动机室零部件、电器件也被塑料零部件所取代。

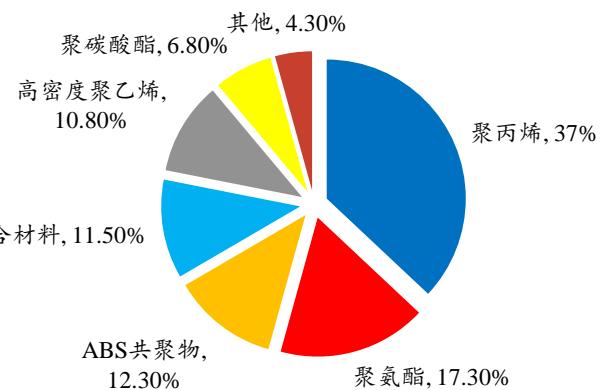
表13：目前汽车内饰件已基本实现塑料化

类别	制品
内饰件	仪表板,杂物箱,杂物盒,烟灰盒,方向盘,立柱装饰,扶手,车门,地板护板,手套箱
外饰件	保险杠,扰流板,挡泥板,挡泥板衬板,车门把手
发动机室零部件	气门室罩盖,冷却风扇,燃油箱,散热器水室,油泵壳体,进气歧管
电器件	前大灯组件,速度表,配线,蓄电池,音箱

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

目前，汽车用塑料材料主要品种和用量占比分别为：聚丙烯（37%）、聚氨酯（17.3%）、ABS共聚物（12.3%）、复合材料（11.5%）、高密度聚乙烯（10.8%）。

图24：聚丙烯和聚氨酯是汽车塑料材料中的占比前二



数据来源：Markets and Markets、立鼎产业研究院、开源证券研究所

表14：目前的内外饰件轻量化整体解决方案中，塑料复合材料和合成塑料是两大塑料运用方向

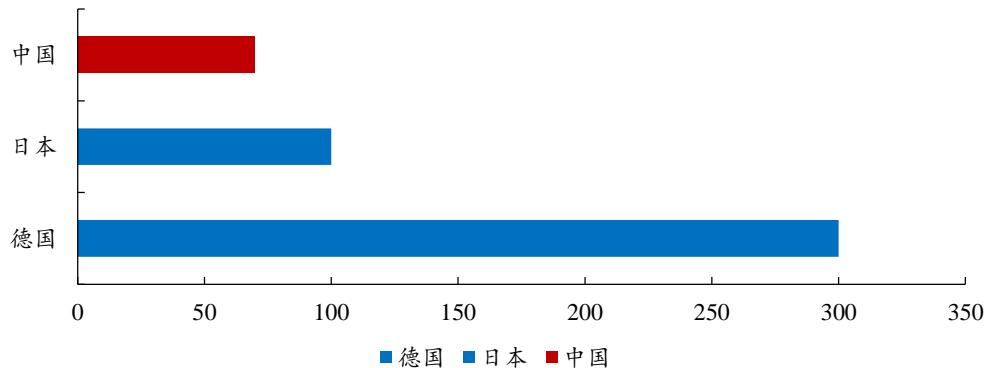
汽车零部件		改性塑料
内部饰件	仪表盘	改性 PP、玻璃纤维毡增强热塑性复合材料 (GMT)、PVC 合金 (仪表板表皮材料以 PVC/ABS 为主)
	门内板	ABS、PP、PP 发泡、TPU、玻璃纤维增强不饱和聚酯片状模塑料 (SMC)、天然纤维/PP
	座椅	玻璃纤维毡增强热塑性复合材料 (GMT)
	地板	玻璃纤维毡增强热塑性复合材料 (GMT)
	脚踏板	玻璃纤维毡增强热塑性复合材料 (GMT)
	车顶盖	PC 合金 (PC/PBT)、玻璃纤维增强不饱和聚酯片状模塑料 (SMC)
	发动机罩	玻璃纤维增强不饱和聚酯片状模塑料 (SMC)、玻璃纤维毡增强热塑性复合材料 (GMT)
	行李舱盖	玻璃纤维增强不饱和聚酯片状模塑料 (SMC)
外部饰品	前翼子板	玻璃纤维增强不饱和聚酯片状模塑料 (SMC)
	尾板	玻璃纤维增强不饱和聚酯片状模塑料 (SMC)
	后背门	玻璃纤维毡增强热塑性复合材料 (GMT)
	底盘耐磨零件	改性 PBT、改性 POM
结构件	保险杠	PP、PC/ABS、PC/PBT、PP 发泡材料、TPO、玻纤增强 PP 材料
	燃油箱	超高分子量高密度聚乙烯、共聚 PA、EVOH 树脂
	进气歧管	玻纤增强 PA
	发动机周边零件	PA66
	离合器执行系统	长纤维增强黑色尼龙 LFRT
	车身	碳纤维复合材料
	底盘	碳纤维复合材料

资料来源：立鼎产业研究院、开源证券研究所

我国单车塑料用量低于发达国家水平，未来提升空间广阔。目前，汽车“轻量化”材料主要可分为工程塑料、高强钢、铝合金、镁合金和复合材料。其中，工程塑料因其独特的理化性质能够长期作为结构材料承受机械应力，并在较宽的温度范围内和较为苛刻的化学物理环境中使用，由于其密度小，质量轻，在汽车“轻量化”趋势下，能够替代钢材等传统金属材料。发达国家将汽车用塑料量作为衡量汽车设

计和制造水平高低的一个重要标准，全球范围来看，德国、日本在汽车中使用的塑料制品量大幅领先其他国家，德国每辆汽车平均使用塑料近 300kg，日本每辆汽车平均使用塑料 100kg，相比较而言，我国每辆汽车使用塑料制品最多的也仅有 70kg，与发达国家存在较大的差距，车用塑料未来还有很大提升空间。

图25：我国每辆汽车使用塑料制品最多的也仅有 70kg，与发达国家存在差距（kg）

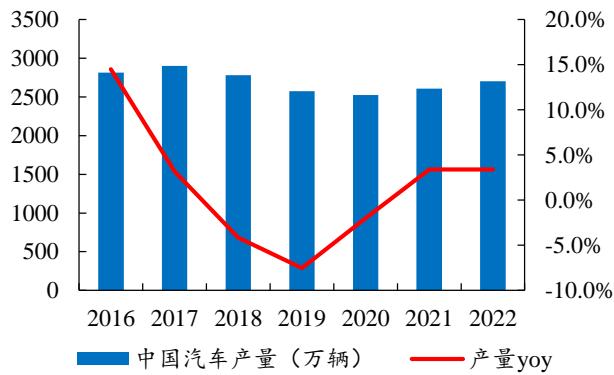


数据来源：肇民科技招股书、开源证券研究所

3.2、空间：预计 2026 年汽车零件工程塑料销售额达人民币 643 亿元

进入 21 世纪，伴随着国内经济的快速增长，我国汽车市场保持旺盛的需求。根据中汽协的数据显示，2018 年至 2020 年，受到消费意愿、买车观念、养车用车难度提升、新冠疫情等影响，国内汽车销量连续 3 年出现下滑。2021 年我国汽车产销量水平分别达 2608.2 万辆和 2627.5 万辆，分别同比增长 3.4% 和 3.8%，实现负增长反转。2022 年，尽管受疫情、动力电池原材料价格高位运行等影响，但在购置税减半等一系列稳增长、促消费政策的有效拉动下，中国汽车市场整体复苏向好，2022 年汽车产销分别完成 2702 万辆 (+3.4%) 和 2686 万辆 (+2.1%)。

图26：2022 年我国汽车产量达 2702 万辆 (+3.4%)



数据来源：中汽协、开源证券研究所

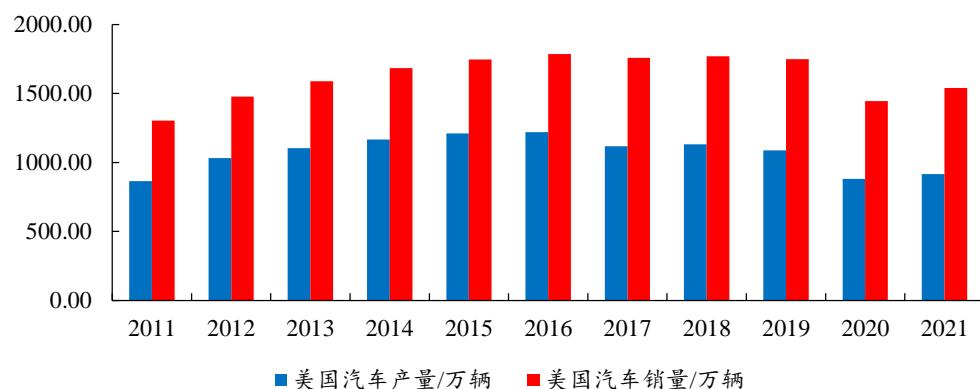
图27：2022 年我国汽车销量达 2686 万辆 (+2.1%)



数据来源：中汽协、开源证券研究所

美国汽车的产销量在 2015-2019 年间保持稳定，2020 年受新冠疫情的影响有所下滑，但是 2021 年已逐步复苏。2021 年美国汽车产销量分别达 916.72 万辆 (+3.9%)、1540.86 万辆 (+6.6%)。

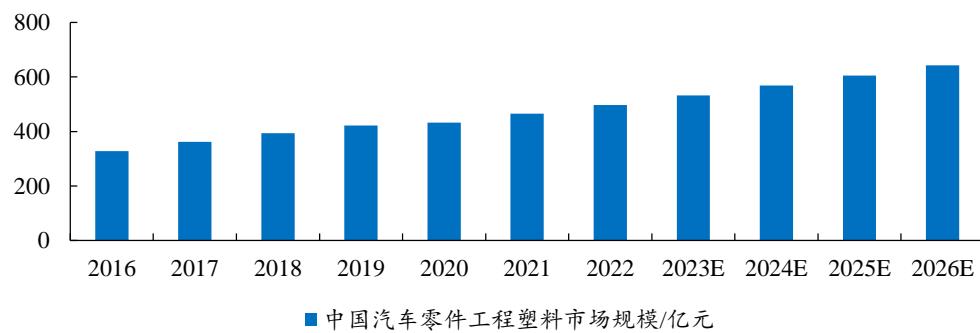
图28：2021年美国汽车产销量分别为917万辆、1541万辆



数据来源：中汽协、开源证券研究所

预计2021-2026中国汽车零件工程塑料市场规模CAGR达6.7%。2016-2021年，汽车零件工程塑料市场规模由328亿元增加至465亿元，CAGR为7.2%。未来随着汽车轻量化趋势的发展及新能源汽车产量的增加，预计2026年汽车零件工程塑料产品销售额达到人民币643亿元，2021年至2026年的复合年增长率为6.7%。

图29：预计2026年汽车零件工程塑料产品销售额达到人民币643亿元



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

随着国内疫情好转和居民消费水平的恢复，中国汽车产业有望逐步回归稳增长状态。在国家政策积极引导新能源车产业加速发展的背景下，汽车零部件行业会契合“双碳”的总体目标迎来轻量化的大趋势，汽车塑料零部件具备可代替金属件的轻量化属性，其市场需求有望在未来几年持续放量。

3.3、格局：骏创科技规模尚小但成长性出众，盈利能力高于业内均值

我们选取具有一定规模的上市公司作为骏创科技的可比公司。其中包括新泉股份(603179.SH)、岱美股份(603730.SH)、旭升股份(603305.SH)、肇民科技(301000.SZ)和唯科科技(301196.SZ)。

除肇民科技外，其余可比公司均为21世纪初期成立，至今已有近20年的发展历史。肇民科技和唯科科技在应用领域方面覆盖较广，除汽车领域外还包含家电、厨卫、医疗、电子、工业等领域。可比公司与骏创科技的主要客户群体均为国内外整车厂及一级零部件配套供应商。可比公司汽车塑料零部件主要产品多数为汽车内外饰件、模具及动力总成周边件，与公司主营并稳步发展的新能源车功能件的品类具有差异性，可比性较低。

图30：肇民科技和唯科科技在应用领域方面覆盖较广，公司主营新能源车功能件

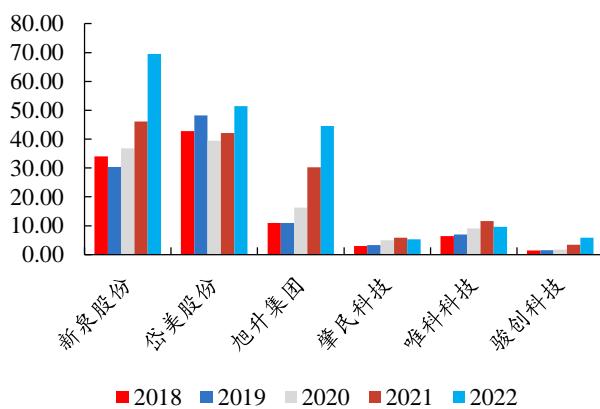
成立时间	主营业务	应用领域	客户群体
新泉股份 2001年	汽车内、外饰件系统零部件及模具	汽车	大众、奥迪、一汽解放、陕汽等
岱美汽车内饰 2001年	乘用车零部件	汽车	奔驰、宝马、上汽、一汽等
宁波旭升汽车技术股份有限公司 2003年	精密铝合金汽车零部件、工业零部件	新能源汽车、汽车轻量化	北极星、采埃孚、长城汽车等
肇民科技 2011年	专注于高品质工程塑料精密件和精密模具	汽车、高端厨卫家电等	康明斯、莱顿、日本特殊陶业等
厦门唯科模塑科技股份有限公司 2005年	精密注塑模具、注塑件、健康产品	汽车、医疗、电子、工业用品等	均胜电子、施耐德博士集团等
骏创科技 2005年	汽车塑料零部件、模具、汽车金属零部件	汽车	T公司、斯凯孚等

资料来源：各公司官网、Wind、开源证券研究所

体量方面：新泉股份、岱美股份、旭升股份、肇民科技、唯科科技、骏创科技2022年的营收规模分别为69.47亿元、51.46亿元、44.54亿元、5.35亿元、9.58亿元、5.86亿元，2019-2022年3年营收CAGR分别为31.78%、2.22%、59.52%、16.89%、11.07%、55.42%，可以看出骏创科技尽管规模尚小但成长性出众。

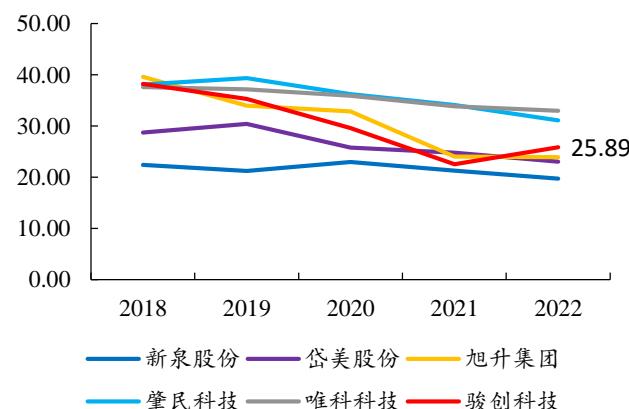
毛利率方面：业内公司毛利率水平自2018年至2021年均呈现小幅下滑的趋势，由于公司的产品结构与可比业内公司存在差异，故毛利率水平有所不同，2022年公司毛利率回升至业内中等偏上的水平。

图31：骏创科技尽管规模尚小但成长性出众（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2022年公司毛利率回升至业内中等偏上水平（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

可比公司 2023PE 均值为 25.8X。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.89/1.19/1.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.89/1.19/1.65 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 18.8/14.0/10.2 倍。我们看好公司配套在 T 公司新能源车功能件方向的发展前景，首次覆盖给予“增持”评级。

表15：可比公司 2023PE 均值为 25.8X

公司名称	股票代码	最新收盘价	最新总市值	EPS			PE		
		(元/股)	(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
新泉股份	603179.SH	51.53	251.11	1.64	2.20	2.95	26.7	20.0	14.9
岱美股份	603730.SH	17.68	224.77	0.63	0.79	0.97	28.1	22.4	18.2
旭升集团	603305.SH	22.26	207.73	1.07	1.47	1.90	24.6	18.0	13.9
肇民科技	301000.SZ	17.90	30.93	0.75	0.97	1.28	24.0	18.4	14.0
唯科科技	301196.SZ	33.87	42.27	-	-	-	-	-	-
		均值		1.02	1.36	1.78	25.8	19.7	15.2
		中值		0.91	1.22	1.59	25.7	19.2	14.4
骏创科技	833533.BJ	16.74	16.63	0.89	1.19	1.65	18.8	14.0	10.2

数据来源：Wind、开源证券研究所 数据截至 2023.9.7

注：骏创科技、新泉股份、旭升集团盈利预测来自于开源证券研究所，其余可比公司盈利预测均来源于 Wind 一致预期

5、 风险提示

宏观经济以及下游市场波动的风险、主要客户集中风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	241	361	390	492	614	营业收入	345	586	731	1014	1419
现金	27	73	99	101	142	营业成本	267	434	534	739	1032
应收票据及应收账款	137	204	207	282	343	营业税金及附加	1	2	3	4	6
其他应收款	3	2	3	4	4	营业费用	5	7	12	17	24
预付账款	1	1	1	1	1	管理费用	21	35	62	86	121
存货	61	75	73	97	118	研发费用	11	21	35	51	71
其他流动资产	12	6	7	8	7	财务费用	5	-1	-0	2	4
非流动资产	140	170	180	229	269	资产减值损失	-1	-2	-2	-3	-4
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	1	0	1	1
固定资产	115	116	139	180	209	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	7	8	8	7	7	投资净收益	0	-15	0	0	0
其他非流动资产	19	46	33	43	53	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	382	531	570	722	883	营业利润	30	68	93	126	176
流动负债	242	256	242	303	330	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	120	96	72	84	59	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	101	136	145	191	239	利润总额	30	68	93	126	176
其他流动负债	21	24	25	28	31	所得税	4	7	9	12	17
非流动负债	24	11	7	7	7	净利润	26	61	84	114	159
长期借款	21	3	2	2	1	少数股东损益	-2	1	-5	-5	-5
其他非流动负债	3	8	5	5	6	归属母公司净利润	28	61	89	119	164
负债合计	266	266	249	310	337	EBITDA	47	85	110	148	203
少数股东权益	-4	0	-5	-10	-14	EPS(元)	0.28	0.61	0.89	1.19	1.65
股本	47	55	99	99	99	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	6	92	47	47	47	成长能力					
留存收益	66	116	175	260	366	营业收入(%)	92.9	69.5	24.8	38.7	40.0
归属母公司股东权益	119	265	326	421	561	营业利润(%)	40.9	125.7	35.9	36.1	39.6
负债和股东权益	382	531	570	722	883	归属于母公司净利润(%)	33.5	116.6	46.0	33.6	38.2
						盈利能力					
						毛利率(%)	22.6	25.9	27.0	27.1	27.2
						净利率(%)	7.6	10.5	11.5	11.2	11.2
						ROE(%)	22.7	23.2	26.1	27.7	29.1
						ROIC(%)	13.3	21.9	28.0	28.1	33.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	69.8	50.1	43.7	43.0	38.1
						净负债比率(%)	104.9	11.0	-7.1	-3.6	-14.6
						流动比率	1.0	1.4	1.6	1.6	1.9
						速动比率	0.7	1.1	1.3	1.3	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.3	1.3	1.6	1.8
						应收账款周转率	3.3	3.5	3.6	4.2	4.6
						应付账款周转率	3.2	3.7	3.8	4.4	4.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.28	0.61	0.89	1.19	1.65
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.48	1.11	0.87	1.60
						每股净资产(最新摊薄)	1.20	2.66	3.28	4.24	5.64
						估值比率					
						P/E	59.3	27.4	18.8	14.0	10.2
						P/B	14.0	6.3	5.1	3.9	3.0
						EV/EBITDA	38.0	19.8	14.9	11.1	7.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn