



弹簧优质供应商，轻量化发展铸就未来

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是国内多家知名汽车主机厂的一级供应商，我们预测 2023 年新能源汽车渗透率达 36%，随着新能源汽车市占率攀升，将促进未来公司悬架系统弹簧市占率的提升；2) 收购北京大圆和江苏大圆助力公司拓展世界知名客户，其中包括上汽通用和华晨宝马、现代摩比斯等；3) 预计新能源汽车到 2025 年比 2015 年减重比例提升至 20%。公司掌握的 ML1900 新材料技术可以大幅提升汽车弹簧轻量化水平，符合市场需求，未来如果实现大量应用，有望进一步打开公司成长空间。
- 公司进入国内知名主机厂，悬架系统弹簧市占率增速可期。** 公司是国内一些知名汽车主机厂的一级供应商，包括吉利汽车、长安汽车、长城汽车、比亚迪汽车、蔚来汽车、理想汽车等。2022 年乘用车产量达 2381.4 万辆，同比+11.3%，2023 年上半年产量达 1128.1 万辆，同比+8.1%，伴随着汽车市场的增加，汽车弹簧系统需求上升。2023 年上半年，新能源乘用车渗透率达 31.7%，同比+7.8pp，环比+0.5pp。其中，公司的主要客户比亚迪新能源汽车销量达 125.6 万辆，理想销量达 13.9 万辆，分别位列新能源市场第一位和第五位。终端销量增长也将为公司带来悬架系统弹簧市占率的提升。
- 兼并收购，拓展国际客户资源。** 北京大圆、江苏大圆的客户包括上汽通用和华晨宝马、现代摩比斯、采埃孚、本特勒等知名客户，在汽车主机厂和世界知名汽车零部件企业中积累了深厚的客户资源。公司通过收购北京大圆和江苏大圆，打通国际市场，进入全球汽车产业配套体系，为未来开拓海外市场赋能，成为真正的全球化企业打下基础。
- 产品轻量化，紧跟汽车发展方向。** 根据《节能与新能源汽车技术路线图》制定的轻量化发展目标，到 2025 年比 2015 年减重比例提升至 20%。公司自主研发的 ML1900 新材料性能处于行业领先地位，应用于弹簧制造后，将大幅度提升汽车弹簧轻量化水平。公司将继续密切跟踪汽车新技术的发展，了解最新需求及产品升级动向，紧跟汽车的发展方向改进公司新技术，为公司未来业绩增长提供新的动力。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计 2023-2025 年归母净利润 0.67、1.29、2.17 亿元，给予 2024 年 23 倍估值，目标价 14.03 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 大客户增长不及预期风险；技术开发不及预期风险；汽车行业需求不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1087.40	1387.33	1837.81	2341.23
增长率	33.13%	27.58%	32.47%	27.39%
归属母公司净利润(百万元)	-37.63	67.33	128.57	217.29
增长率	-270.38%	278.93%	90.94%	69.01%
每股收益 EPS(元)	-0.18	0.32	0.61	1.03
净资产收益率 ROE	-5.10%	5.20%	9.66%	14.61%
PE	-64	36	19	11
PB	2.43	2.25	2.03	1.75

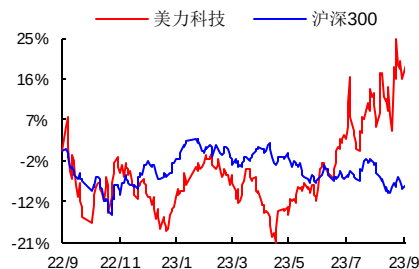
数据来源: Wind, 西南证券; 注: 按照最新股本追溯 2022 年 EPS

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlsns@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzyzf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.11
流通 A 股(亿股)	1.47
52 周内股价区间(元)	7.6-11.95
总市值(亿元)	24.00
总资产(亿元)	19.40
每股净资产(元)	4.70

相关研究

目 录

1 公司概况：行业领先的国内优质弹簧供应商	1
2 行业分析：汽车重要零部件，行业发展逐步完善	5
2.1 汽车弹簧：汽车避震系统主角，制衡舒适性与稳定性	5
2.2 政策促进发展，逐步参与全球化竞争格局	6
2.3 汽车悬架系统弹簧市场空间有望扩容至 116 亿元	8
3 公司分析：积极拓宽产业布局，深耕工艺未来可期	8
3.1 客户资源丰富，技术研发能力出众	8
3.2 产品销量高增，悬架弹簧增速可期	12
4 财务分析	13
4.1 毛利率和净利率开始回升	13
4.2 偿债能力、总资产周转率相对稳定	16
5 盈利预测与估值	18
5.1 盈利预测	18
5.2 相对估值	19
6 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司主要发展历史	1
图 2: 公司弹簧和精密注塑件业务主要客户	2
图 3: 公司 2023 年 H1 主营业务结构情况 (按产品类别分)	3
图 4: 公司 2023 年 H1 主营业务结构情况 (按地区分)	3
图 5: 公司营收走势	3
图 6: 公司净利润走势	3
图 7: 公司股权结构 (截至 2023 年半年报)	4
图 8: 悬架系统在汽车整车中的位置	5
图 9: 内燃机气门及气门弹簧构造	5
图 10: 座椅弹簧的结构图	6
图 11: 公司主要客户	9
图 12: 15 年-22 年公司前五大客户占比变化 (按销售总额比例)	9
图 13: 2019-2022 全资子公司上海科工营收情况	10
图 14: 2018-2020 年上海科工客户情况	10
图 15: 控股子公司北京大圆和江苏大圆营收情况 (万元)	10
图 16: 北京大圆和江苏大圆客户矩阵	10
图 17: 公司弹簧和精密注塑件业务技术研发实力强	11
图 18: 公司先进设备	12
图 19: 2019-2022 各产品产量情况 (万件)	12
图 20: 公司悬架系统弹簧产销情况	12
图 21: 中国乘用车产量	13
图 22: 2023 年 1-6 月部分新能源客户销量 (万辆)	13
图 23: 公司与可比公司毛利率走势	14
图 24: 公司与可比公司净利率走势	14
图 25: 公司主要产品毛利率走势	14
图 26: 公司分行业毛利率走势	14
图 27: 悬架系统弹簧的营收占比呈上升趋势	15
图 28: 汽车零配件业务占比开始回升	15
图 29: 公司与可比公司 ROE 走势	15
图 30: 公司与可比公司 ROA 走势	15
图 31: 公司与可比公司管理费用率走势	16
图 32: 公司与可比公司销售费用率走势	16
图 33: 公司与可比公司研发费用率走势	16
图 34: 公司与可比公司财务费用率走势	16
图 35: 公司总资产周转率处于行业正常水平	17
图 36: 公司存货周转率处于行业正常水平	17
图 37: 可比公司资产负债率走势	17
图 38: 可比公司流动比率走势	17
图 39: 可比公司现金及现金等价物比较 (亿元)	17
图 40: 可比公司经营性现金流净额比较 (亿元)	17

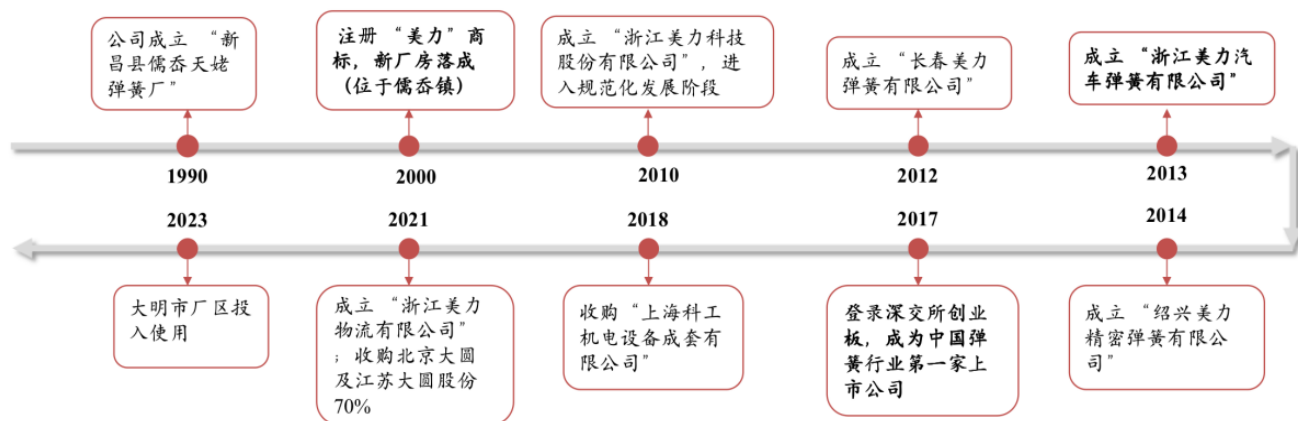
表 目 录

表 1：公司主要产品情况	1
表 2：公司各子公司基本情况	4
表 3：汽车弹簧类别梳理	5
表 4：行业主要法律法规及政策	6
表 5：行业内主要企业	7
表 6：汽车悬架弹簧市场规模测算	8
表 7：ML1900 与 60Si2CrVA、55CrSiA 的性能对比	11
表 8：公司募投项目投资情况	13
表 9：公司盈利预测	18
表 10：可比公司估值（截至 2023.8.30 收盘）	19
附表：财务预测与估值	20

1 公司概况：行业领先的国内优质弹簧供应商

公司全称为浙江美力科技股份有限公司，1990 年成立，2017 年在深交所上市，上市后陆续收购了上海科工、江苏大圆和北京大圆三家公司，截至目前已有约 30 年的发展历史，是行业领先的国内优质弹簧供应商。

图 1：公司主要发展历史



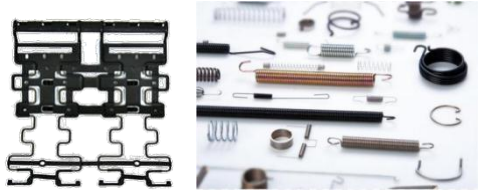
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务为高端弹簧产品及精密注塑件的研发、生产和销售。公司产品可以分为弹簧产品及精密注塑件产品，弹簧产品主要包括悬架系统弹簧、动力系统弹簧、车身及内饰弹簧、通用弹簧及其他弹簧产品，广泛运用于交通运输设备、机械、五金、仪器仪表、家用电器等市场；精密注塑产品主要包括安全带卷收器、安全带锁扣、气囊内部件、方向盘上盖与底罩等产品，主要运用于汽车行业。

公司客户群稳定，在汽车主机厂和世界知名汽车零部件企业中积累了深厚的客户资源和较高的市场口碑。在弹簧领域，公司已经与诸多国际汽车零部件一级供应商，如万都、佛吉亚、礼恩派、天纳克、德尔福、采埃孚等，建立了长期而稳定的合作关系，并进入国际汽车零部件供应商的全球化采购系统。同时，公司还是国内外知名汽车主机厂的一级供应商，包括吉利汽车、长安汽车、长城汽车、比亚迪汽车、蔚来汽车、理想汽车、长安福特、陕汽集团、现代汽车、上汽通用、华晨宝马等。在精密注塑件业务领域，上海科工已经在精密注塑模具及成型技术和塑件表面处理、喷涂加工等领域，具有一定的知名度，主要客户包括奥托立夫、安凯希斯、伟巴斯特等知名零部件制造商。

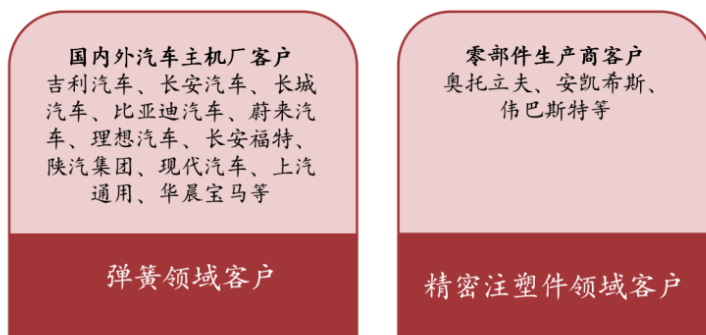
表 1：公司主要产品情况

产品系列名称		主要产品	产品示例
弹簧产品	悬架系统弹簧	悬架弹簧、稳定杆	 

产品系列名称		主要产品	产品示例
	车身及内饰弹簧	各种异形弹簧	
	动力系统弹簧	气门弹簧	
	通用弹簧	圆柱弹簧	
	弹性装置及冲压件等	弹性装置、冲压件等其他弹簧	
精密注塑件产品	安全系统零部件、方向盘系统部件、遮阳板总成及天窗部件等		

数据来源：公司公告，西南证券整理

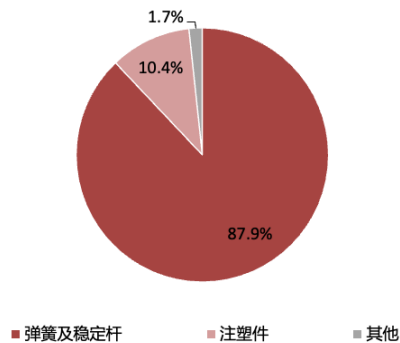
图 2：公司弹簧和精密注塑件业务主要客户



数据来源：公司公告，西南证券整理

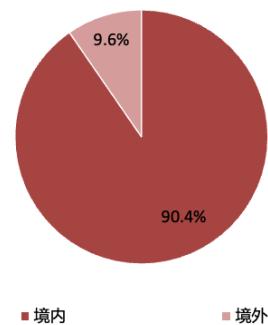
汽车零部件业务及境内业务为主，弹簧及稳定杆是营收主要来源。按产品类别分，公司产品以弹簧及稳定杆为主，2023 年 H1 弹簧及稳定杆、注塑件、其他分别占总营收 87.9%、10.4%、1.7%；按地区分，2023 年 H1 公司境内、境外的营收占比分别为 90.4%、9.6%，境内收入营收占比跟去年基本持平。

图 3：公司 2023 年 H1 主营业务结构情况（按产品类别分）



数据来源：公司公告，西南证券整理

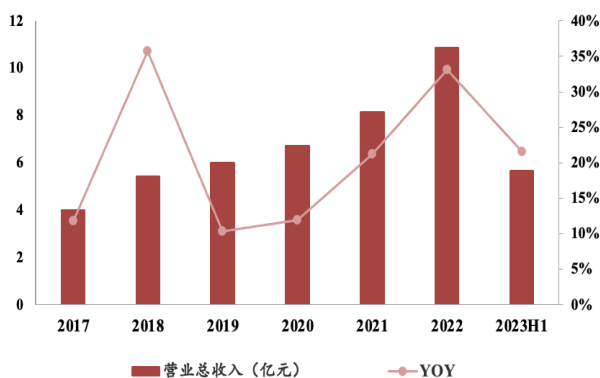
图 4：公司 2023 年 H1 主营业务结构情况（按地区分）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收增长较快，2023 年 H1 净利润改善。2023H1 公司的营收和净利润分别为 5.66 和 0.19 亿元，同比+21.53%/+147.6%。2017-2022 年公司营收从 4.0 亿元增至 10.9 亿元，年复合增速 22.2%，整体保持较快增长，其中，公司 2022 年营收同比+33.13%，主要受益于新客户的定点产品进入量产阶段带来的营业收入，其中新能源客户的销售额增长快速，比亚迪首次进入公司前五大客户。此外，北京大圆和江苏大圆营收入合并报表范围也使公司营收新增 2.34 亿元的弹簧产品收入。2017-2022 年公司净利润分别为 0.47/0.18/0.23/0.4/0.2/-0.55 亿元，其中，公司 2022 年净利润亏损，主要系公司收购的北京大圆、江苏大圆亏损较大以及公司 22 年计提信用减值损失和资产减值损失共约 4000 万元所致。2023H1 公司净利润扭亏为盈，营业收入情况有所改善。

图 5：公司营收走势



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

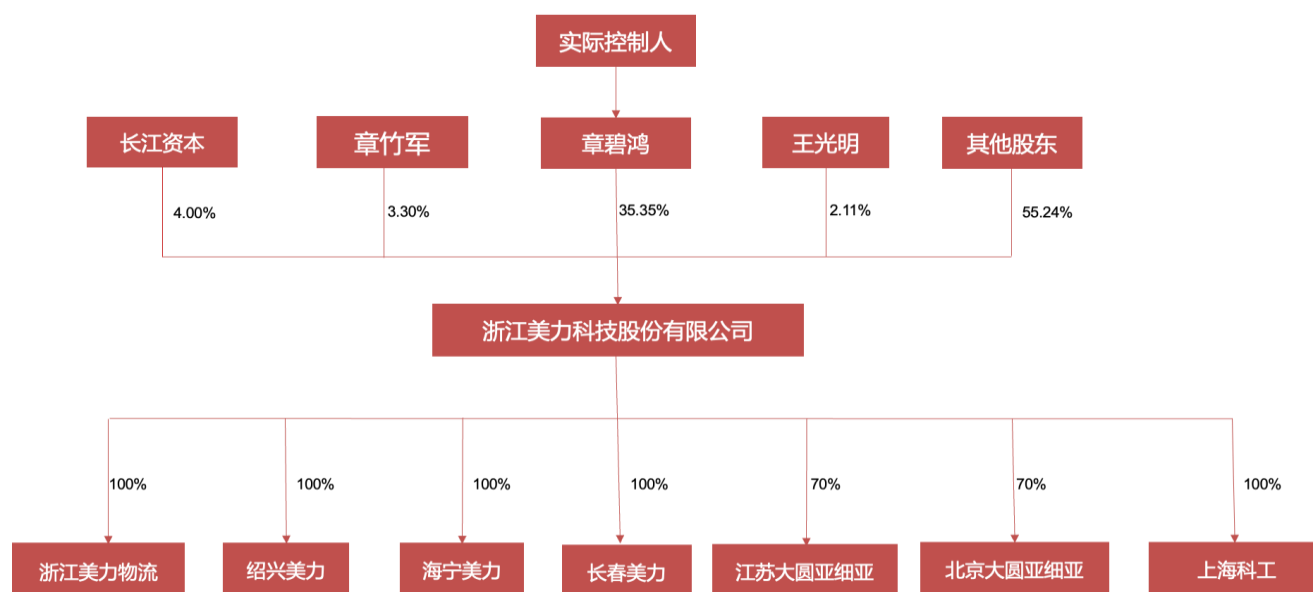
图 6：公司净利润走势



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

公司股权结构清晰：章碧鸿为公司实际控制人，直接持有公司 35.35%的股权，也是浙江美力科技股份有限公司创始人，公司的现任董事长。章竹军为章碧鸿之弟，也是章碧鸿的一致行动人，持有公司 3.30%的股份，任职公司的总经理及董事。公司旗下有七家子公司，分工与定位明确，其中上海科工负责模具及精密注塑件业务，浙江美力物流负责道路货物运输业务，其他五家子公司负责汽车、悬架系统和高端精密弹簧的生产和销售业务。

图 7：公司股权结构（截至 2023 年半年报）



数据来源：公司公告，同花顺，西南证券整理

表 2：公司各子公司基本情况

子公司名称	主要经营地	持股比例	业务性质	主要业务
长春美力弹簧有限公司	长春市	100%	通用设备制造 — 弹簧制造行业	生产汽车座椅骨架、弹簧及用于制造汽车内部控制系统、座椅、内饰的塑料配件项目；弹性装置、汽车零部件销售及进出口贸易
绍兴美力精密弹簧有限公司	绍兴市	100%	通用设备制造 — 弹簧制造行业	主要从事高端精密弹簧的生产、销售业务
浙江美力汽车弹簧有限公司	海宁市	100%	通用设备制造 — 弹簧制造行业	主要从事汽车弹簧的生产、销售业务
浙江美力物流有限公司	绍兴市	100%	道路运输业	道路货物运输
上海科工公司	上海市	100%	通用设备制造 — 模具制造行业	主要从事模具及精密注塑件相关业务
北京大圆公司	北京市	70%	通用设备制造业	主要从事悬架系统弹簧的生产、销售业务
江苏大圆公司	盐城市	70%	通用设备制造业	主要从事悬架系统弹簧的生产、销售业务

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

2 行业分析：汽车重要零部件，行业发展逐步完善

2.1 汽车弹簧：汽车避震系统主角，制衡舒适性与稳定性

汽车弹簧是重要汽车零部件，生产难度高。根据中国机械通用零部件工业协会数据，汽车弹簧产品产销量约占整个弹簧产销量的 50% 以上。汽车中的重要弹簧包括悬架系统弹簧、动力系统弹簧、车身及内饰弹簧等，均为汽车重要的安全部件，生产难度、技术要求均较高。其中，悬架系统是汽车的车架与车桥或车轮之间的一切传力连接装置的总称，主要由悬架弹簧、稳定杆、减震器等组成。悬架系统功能是传递作用在车轮和车架之间的力和力矩，并且缓冲由不平路面传给车架或车身的冲击力，并衰减由此引起的震动，以保证汽车平顺行驶。动力系统弹簧主要是气门弹簧，作用是保证气门自动回位关闭而密封；保证气门与气门座的座合压力；吸气气门在开启和关闭过程中传动零件所产生的惯性力，以防止各种传动件彼此分离而破坏配气机构正常工作。车身及内饰弹簧主要包括座椅弹簧、行李箱扭杆、油门踏杆等异形弹簧，异形弹簧因其形状复杂，有多处弯曲和大量复杂的角度设计，对制造工艺及设备有较高的要求。

表 3：汽车弹簧类别梳理

弹簧系统类别	组成部分	作用
悬架弹簧	悬架弹簧、稳定杆、减震器等	传递作用在车轮和车架之间的力和力矩，缓冲由不平路面给车架或车身的冲击力，并衰减由此引起的震动。
动力系统弹簧	气门弹簧等	保证气门自动回位关闭而密封； 保证气门与气门座的座合压力； 吸气气门在开启和关闭过程中传动零件所产生的惯性力。
车身及内饰弹簧	括座椅弹簧、行李箱扭杆、油门踏杆等异形弹簧	满足车身及内饰不同需求。

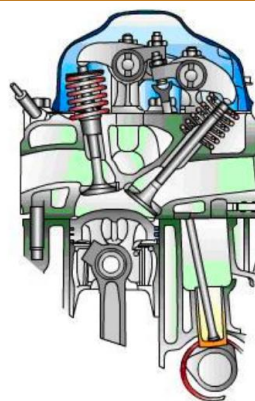
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：悬架系统在汽车整车中的位置



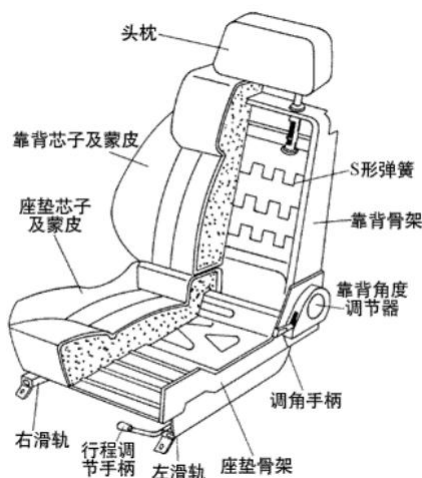
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：内燃机气门及气门弹簧构造



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：座椅弹簧的结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 政策促进发展，逐步参与全球化竞争格局

政策促进弹簧产业发展，民族企业异军突起。在汽车工业发展较早的欧美日等地区，国外弹簧制造企业凭借自身多年的积累，已具备了先进的技术优势，形成了成熟的制造工艺优势，研制了领先的弹簧制造设备，对我国新兴弹簧制造企业形成技术、工艺、设备的垄断。但是市场领先的本土自主品牌弹簧制造企业紧跟当前汽车高科技发展前沿，在与国际知名弹簧制造企业的竞争中，积极采取自主创新、集成创新和二次创新等方式，逐步实现在国内汽车弹簧领域核心技术的突破和创新。近年来，我国弹簧制造业在产业政策的驱动下，在汽车市场旺盛需求的推动下得到了长足的发展。民族品牌异军突起，迅速发展，生产规模不断扩大，技术和管理水平较快提高，逐步形成稳定的客户群体，抢占较大市场份额，已确立了一定的国内外市场地位。目前，这些企业大部分都参与到零部件全球化采购的竞争格局之中，并主要服务于对产品质量、工艺要求较高的国内知名的整车制造企业和国际汽车零部件跨国公司。

表 4：行业主要法律法规及政策

政策法规名称	颁布时间	主要内容
《机械工业“十四五”发展纲要》	2021 年 7 月	重点发展高性能轴承，高速精密齿轮及传动装置，智能/大型液压元件及系统，高可靠性密封件，高端智能链传动系统，高强度高可靠性紧固件，高应力、抗疲劳弹簧，高效、精密、复合模具，高精度粉末冶金零件以及伺服机构，高精度高可靠工业传感器等。
《工业“四基”发展目录（2016 年版）》	2016 年 11 月	将研发高端弹簧钢等关键基础材料作为发展重点，强化工业基础能力，夯实制造业基础，则实现制造强国根深本固。
《促进装备制造业质量品牌提升专项行动指南》	2016 年 8 月	激发企业提升质量和品牌的内生动力。在工具、量具、模具、基础零部件、电子元器件等基础类装备，以及重点通用类装备等领域，试点建立产品质量分级制度。
《中国制造 2025》	2015 年 5 月	明确了 9 项战略任务和重点：一是提高国家制造业创新能力；二是推进信息化与工业化深度融合；三是强化工业基础能力；四是加强质量品牌建设；五是全面推行绿色

政策法规名称	颁布时间	主要内容
		制造；六是大力推动重点领域突破发展，聚焦新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等十大重点领域；七是深入推进制造业结构调整；八是积极发展服务型制造和生产性服务业；九是提高制造业国际化发展水平

数据来源：中国机械工业联合会，公司公告，西南证券整理

弹簧制造行业企业数量众多，竞争激烈。国内弹簧制造行业内中小民营企业数量众多，这类企业整体规模较小、技术水平较低、管理不够规范、选用材料标准要求不高、品质缺乏保障，因此，该类企业只能参与低端产品市场竞争。参与中高端市场竞争的主要企业包括：美力科技、辽阳克索汽车弹簧有限公司、慕贝尔汽车部件（太仓）有限公司、安庆谢德汽车零部件有限公司、上海中国弹簧制造有限公司、广州华德汽车弹簧有限公司、杭州钱江弹簧有限公司等。这些企业在行业内经营时间较长，生产规模较大、技术和管理水平较高、具有稳定的客户群体和市场份额，已形成了一定的市场地位。随着市场竞争的日趋激烈，汽车主机厂出于降低生产成本和保证产品质量方面的考虑，将逐渐向外部其它具有产品质量和价格优势的汽车弹簧制造企业开放采购。而且，我国汽车零部件行业已开始融入国际大循环，进入全球采购体系，从整个行业发展趋势来看，未来汽车弹簧市场的市场化程度将会得到进一步提升。

表 5：行业内主要企业

企业名称	主要产品	主要客户
美力科技	悬架系统弹簧、动力系统弹簧、车身及内饰弹簧、通用弹簧及其他弹簧产品	吉利汽车、比亚迪汽车、华晨宝马、理想汽车、蔚来汽车、零跑汽车、上汽通用、长安汽车、长安福特、江淮汽车、长城汽车、陕汽集团、现代汽车、捷豹路虎等
上海中国弹簧制造有限公司	汽车悬架弹簧、发动机气门弹簧、稳定杆、模具弹簧、异型弹簧、碟型弹簧、重型弹簧、机车弹簧、各类冲压件、精密弹簧及其他各类弹簧	-
辽阳克索汽车弹簧有限公司	悬架弹簧、稳定杆、扭杆等	合资品牌主机厂
慕贝尔汽车部件（太仓）有限公司	悬挂弹簧和稳定杆，皮带张紧轮和气门弹簧，变速器碟形弹簧和传动轴，弹簧卡箍等	合资品牌主机厂
山东汽车弹簧厂有限公司	钢板弹簧、圆弹簧、稳定杆等	中国重汽、北汽福田、陕西汽车、江淮汽车等企业
广州华德汽车弹簧有限公司	各类轿车悬架弹簧、稳定杆、气门弹簧、摩托车减震弹簧、异型弹簧、汽车座椅骨架成型件、汽车座椅弯管等产品	广汽本田、广汽丰田、东风日产等
杭州钱江弹簧有限公司	汽车零部件弹簧、高档家用电器弹簧、电动工具弹簧、电梯系列弹簧、高压开关弹簧、工程机械弹簧、模具弹簧等	-
华伟科技有限公司	有各类汽车、摩托车用减震弹簧、发动机气门弹簧、离合器弹簧及各种压簧等	比亚迪等主机厂

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 汽车悬架系统弹簧市场空间有望扩容至 116 亿元

根据悬架弹簧的性能特征以及当前汽车产业的发展趋势，我们对悬架系统弹簧市场进行了测算，2025 年悬架系统弹簧市场规模将达到 116 亿元。

我们假设 1) 乘用车销量增速：2022 年，中汽协口径乘用车销量为 2356.3 万辆，同比增长 10%。考虑未来市场波动、政策调整等风险，保守预计 23/24/25 年乘用车销量增速为 3%/3%/3%。2) 悬架系统弹簧市场渗透率假设：目前汽车悬架主要分为传统悬架和空气悬架两种。虽然空气悬架渗透率呈逐年上升趋势，但传统悬架仍然占市场主要地位，保守估计 23/24/25 年传统悬架系统弹簧渗透率分别为 94%/92%/90%。3) 单车价值假设：随着对弹簧性能和技术要求的增加，未来悬架系统弹簧价格还会进一步提升，预计 23/24/25 年对应单车价值为 400/450/500 元。

基于以上假设，可以测算出 2025 年我国悬架系统弹簧规模有望达到 116 亿元。

表 6：汽车悬架弹簧市场规模测算

悬架系统市场规模	2022A	2023E	2024E	2025E
国内乘用车销量（万辆）	2356.3	2427.0	2499.8	2574.8
YOY	10%	3%	3%	3%
国内市场渗透率	96%	94%	92%	90%
悬架系统弹簧单车价值（元）	360	400	450	500
YOY	-	11.11%	12.5%	11.11%
市场空间（亿元）	81.43	91.25	103.49	115.87

数据来源：华经情报网，中汽协，西南证券整理

3 公司分析：积极拓宽产业布局，深耕工艺未来可期

3.1 客户资源丰富，技术研发能力出众

客户资源丰富，比亚迪首次进入公司前五大客户。15-22 年公司的客户集中度逐渐下降，客户资源越来越丰富。15 年、22 年公司前五大客户的销售收入占比分别为 61.51%和 31.43%，22 年占比相较于 15 年下降 30.1pp。截止 2022 年，公司与诸多国际汽车零部件一级供应商，如万都、佛吉亚、礼恩派、天纳克、德尔福、采埃孚等建立了长期而稳定的合作关系，并进入国际汽车零部件供应商的全球化采购系统。同时，公司也是国内外一些知名汽车主机厂的一级供应商，包括吉利汽车、长安汽车、长城汽车、比亚迪汽车、蔚来汽车、理想汽车、长安福特、陕汽集团、现代汽车、上汽通用、华晨宝马等。随着新能源渗透率的提高，2022 年新能源客户的销售额增长快速，比亚迪首次进入公司前五大客户。

图 11：公司主要客户



数据来源：公司官网，西南证券整理

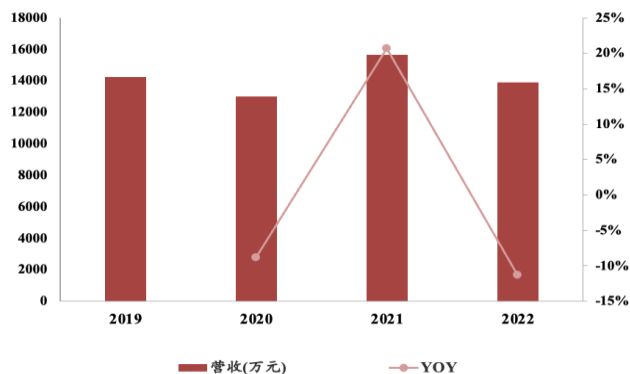
图 12：15 年-22 年公司前五大客户占比变化（按销售总额比例）



数据来源：公司公告，西南证券整理

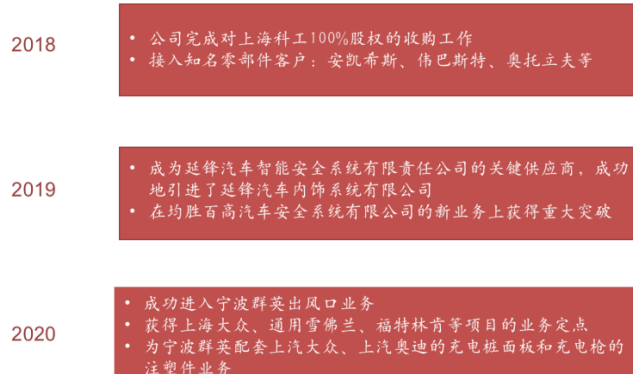
兼并收购上海科工，布局精密注塑件业务。上海科工成立于 1993 年，长期致力于汽车塑料零部件及周边产品的生产和研发，在精密注塑模具及成型技术和塑件表面处理、喷涂加工等领域也已经具有一定的知名度，主要客户包括奥托立夫、安凯希斯、伟巴斯特等知名零部件厂商。2018 年，公司完成对上海科工 100% 股权的收购工作，公司的业务开始拓展至模具及汽车塑料内饰件的研发、生产及销售业务。2019-2020 年，上海科工陆续进入延锋汽车智能安全系统有限责任公司、均胜百高汽车安全系统有限公司、延锋汽车内饰系统有限公司等客户。并且成功获得宁波群英出风口业务，获得了上海大众、通用雪佛兰、福特林肯等项目的业务定点，另外在新能源汽车业务上，为宁波群英配套了上汽大众、上汽奥迪的充电桩面板和充电枪的注塑件业务。

图 13：2019-2022 全资子公司上海科工营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2018-2020 年上海科工客户情况

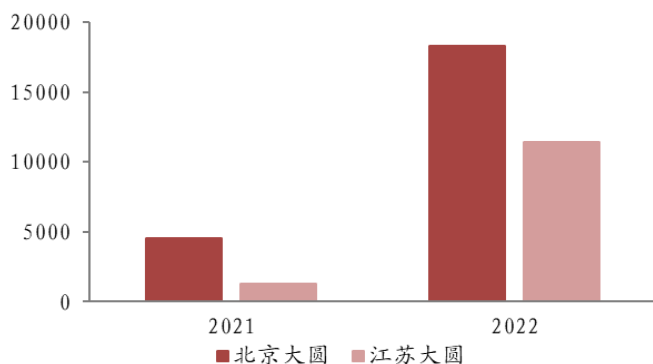


数据来源：公司公告，西南证券整理

收购江苏大圆和北京大圆，扩大国际知名品牌主机厂占有率。2021 年完成对北京大圆和江苏大圆的收购，2022 年两家子公司营收都有大幅增长，公司业务规模逐渐扩大。同时这次收购也助力公司接入了更多新客户，北京大圆和江苏大圆的主要客户包括北京现代、东风悦达起亚、上汽通用和华晨宝马、现代摩比斯、采埃孚、本特勒等知名厂商，在汽车主机厂和世界知名汽车零部件企业中积累了深厚的客户资源和较高的市场口碑。净利润方面，由于子公司原先的下游客户主要为韩系车企，近年来韩系车销量持续下降，加之本土新客户的开发从定点到量产仍需时间周期释放和维护，标的公司的订单难以在短时间内得到快速扩充，导致其产能利用率较低。随着公司对客户资源的整合和加强对子公司业务的开拓，盈利情况有望得到改善。

兼并收购突破国内地域限制，打通国际市场。我国汽车产业体系庞大、专业化程度高的行业特性决定了弹簧制造企业及汽车零部件企业的主要客户也相对集中的特点。随着汽车集团的快速发展，围绕整车企业的汽车零部件产业集群也得以快速发展，分布存在一定的地域性。公司通过收购上海科工、北京大圆、江苏大圆，逐步触达北京-天津-河北汽车产业集群、长江三角洲汽车产业集群，实现了地域上的突破，向六大汽车产业集群进发。同时，也打通了国际市场，进入全球汽车产业配套体系，为未来开拓具有较大市场潜力的海外市场，为真正的全球化企业打下基础。

图 15：控股子公司北京大圆和江苏大圆营收情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：北京大圆和江苏大圆客户矩阵



数据来源：公司公告，西南证券整理

自主研发能力优秀，紧跟汽车发展方向深耕技术发展。近年来，公司一直围绕汽车整车及汽车零部件行业安全性、轻量化、高疲劳寿命、高强度等发展主题，积极探索轻量化、高疲劳寿命、高强度的新材料，努力研发具有自主知识产权的核心技术。截至目前，公司及子公司共拥有 90 项专利技术、4 项计算机软件著作权。其中，公司独立自主研发的 ML1900 新材料性能处于行业领先地位。在弹簧钢(GB/T 1222)中 55CrSiA、60Si2MnA、60Si2CrVA、50CrVA 性能相对较好，其中，60Si2CrVA 与 55CrSiA 目前是最常用且性能最好的材料。ML1900 与 60Si2CrVA、55CrSiA 的性能对比如下：

表 7：ML1900 与 60Si2CrVA、55CrSiA 的性能对比

材料名称	抗拉强度	规定非比例延伸强度	断后伸长率	低温冲击韧性
ML1900	RM $\geq$ 1920MPa	RP0.2 $\geq$ 1700MPa	A $\geq$ 10%	材料自室温至-60℃的冲击韧性值（冲击吸收能量）KU2 $\geq$ 60J。
55CrSiA	RM 1450-1750	RP0.2 $\geq$ 1300MPa	A $\geq$ 6%	暂无标准（参考《金属热处理》2003 年第 28 卷 12 期哈尔滨工业大学材料学院论文研究，KU2：约 30J）
60Si2CrVA	RM $\geq$ 1860	RP0.2 $\geq$ 1665MPa	A $\geq$ 6%	KU2:22-26J（行业标准中暂无相关研究，参考大冶特钢检测结果）。

数据来源：公司公告，西南证券整理

上述主要性能指标直接与弹簧疲劳寿命关联，强度越高、伸长率越大、冲击韧性越高意味着疲劳性能更好，所以 ML1900 同比国内外常用几种弹簧钢的疲劳性能大幅提升，具备轻量化设计优势。该材料技术符合目前汽车整体轻量化发展趋势，应用于弹簧制造后将大幅提升汽车弹簧轻量化水平，有望成为提升公司整体利润的助推器。

不断更新工艺设备，精度、效率领先行业。经过多年的发展与积累，公司已通过自主技术改造、参与国际设备研发、设备引进等方式，使公司及子公司的设备精度、生产效率在行业内居于领先水平。工艺设备方面，公司引进了德国首台全世界最大线径的悬架弹簧冷卷设备，以适应新能源汽车大线径螺旋弹簧的趋势。从意大利、德国引进拉丝与热处理设备有效提升了悬架弹簧材料的整体水平。同时公司变截面的弹簧、变截面空心稳定杆为行业领先水平。另外，公司子公司北京大圆、江苏大圆拥有包括悬架弹簧、稳定杆（包括空心稳定杆）、气门弹簧、扭杆等产品的先进制造工艺。

图 17：公司弹簧和精密注塑件业务技术研发实力强

- 独立自主研发的ML1900新材料性能处于行业领先地位。
- 公司是博士后工作站驻站单位，进行《39SiCrV1A 高强度高韧性弹簧钢ML1900》的课题研究，推进各项试验工作的开展和任务安排。
- 复合材料板簧荣获 2021“华中数控”杯全国机械工业产品质量创新大赛优秀奖
- 主导或参与研究制定弹簧行业国际标准 1 项、国家标准 11 项、行业标准 8 项。
- 目前国内独家同时拥有稳定杆实心、空心、冷成型与热成型技术的企业，也拥有悬架弹簧冷成型与热成型技术，有多条自动化生产线。

- 子公司上海科工是上海精密塑料模具重点骨干企业、上海市“专精特新”中小企业（2021-2022），也是上海市总工会职工技协确认的工程塑料模具制造及成型技术教育培训基地和上海市工程技术大学产学研教学基地。

- 公司是国家工信部第三批专精特新“小巨人”企业，公司测试中心获中国合格评定国家认可委员会（CNAS）实验室认可证书，公司技术中心获“省级企业研究院”、“省级技术中心”等多项荣誉。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司先进设备

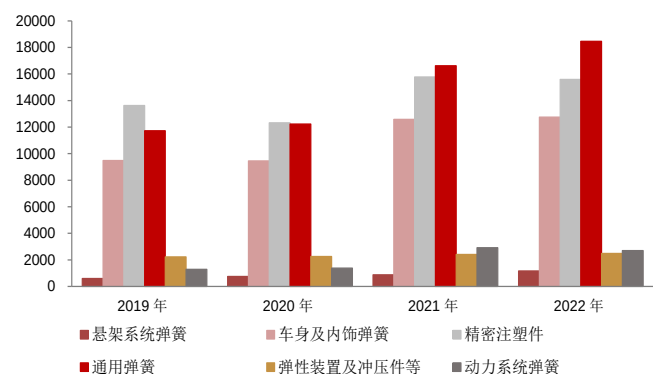


数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 产品销量高增，悬架弹簧增速可期

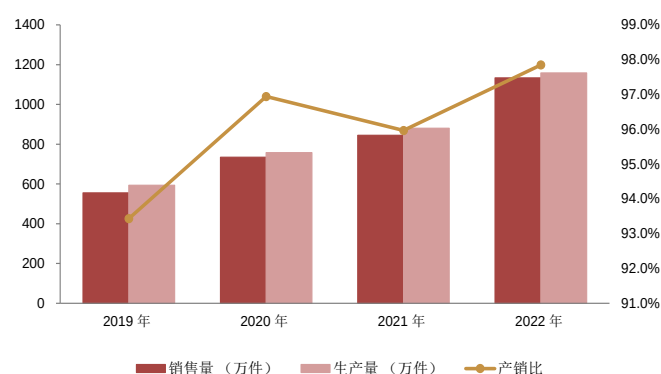
悬架系统弹簧四年间产销量翻倍，未来可期。从 2019-2022 年公司各产品产量基本呈现上升态势。悬架系统弹簧作为乘用车悬架系统的零部件之一，是公司收入的最主要来源，占主营业务收入比重近三年稳步增加，2022 年占比 49%。随着公司下游新能源汽车客户和自主品牌客户销量快速增长，公司悬架弹簧出货量显著提升。公司悬架系统弹簧销量从 19 年的 554.7 万件增长到 22 年的 1134 万件，四年间销量几乎翻了一倍，年复合增长率达到了 19.6%。随着公司产能利用率的提高，预计公司产能将继续稳步提升，以满足下游客户需求。

图 19：2019-2022 各产品产量情况（万件）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：公司悬架系统弹簧产销情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

募投项目提升公司中高端弹簧产品生产能力，满足下游需求。为保障募投项目顺利进行，公司以自筹资金预先投入了募投项目，年产 9500 万件高性能精密弹簧项目达到预定可使用状态时间在 2023 年年底。随着整车厂客户汽车产量的提升，以及公司合作领域的拓展，近年来公司订单大幅增长，营业收入也呈逐年增长趋势，但公司面临高性能精密弹簧尤其是包括复原弹簧、弹性坐垫总成等中高端弹簧产能不足问题，年产 9500 万件高性能精密弹簧建设项目提升公司中高端弹簧产品生产能力，满足下游市场的需求。新材料及技术研发中心项

目包括购置各类国内外先进研发设备、土建及装修工程等，此项目的实施可提高公司的复合材料研发能力和技术创新能力的需要，亦是顺应行业发展趋势，满足客户的专业化需求。

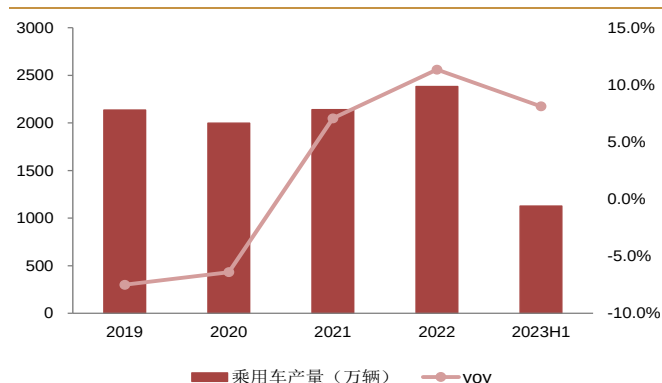
表 8：公司募投项目投资情况

项目名称	总投资额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
年产 9500 万件高性能精密弹簧建设项目	3.03	1.90
新材料及技术研发中心项目	0.62	0.35
合计	3.65	2.25

数据来源：公司公告，西南证券整理

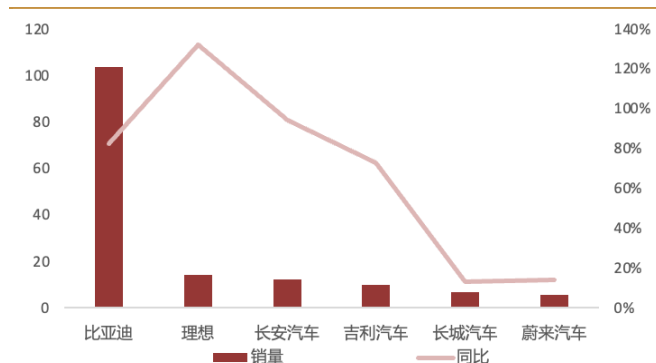
新能源客户销量高增，或助推公司悬架弹簧市占率提升。乘联会数据显示，2023 年上半年，新能源乘用车渗透率达 31.7%，同比+7.8pp，环比+0.5pp。其中，公司各大客户的销量均有不同程度的增长。2023 年 1-6 月，比亚迪新能源汽车销量达 103.6 万辆，同比+82.3%；理想销量达 14.1 万辆，同比+132.1%；长安汽车销量达 12.2 万辆，同比+94.2%；长城汽车销量达 6.9 万辆，同比+13.2%；蔚来汽车销量达 5.7 万辆，同比+14.2%。随着客户不断推出新车型，不断服务升级，向海外进发，预计今年客户销量高增，将继续为公司悬架弹簧提供市占率提升做出重要贡献。

图 21：中国乘用车产量



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 22：2023 年 1-6 月部分新能源客户销量（万辆）



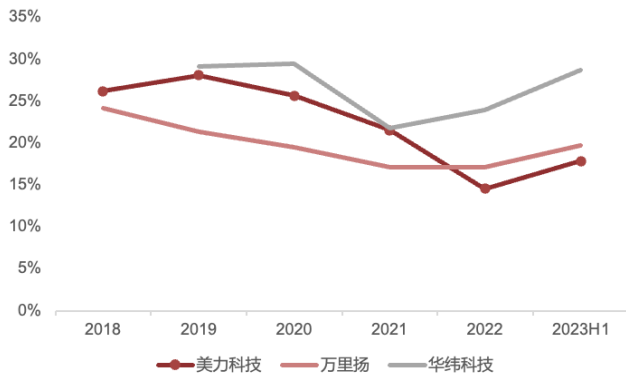
数据来源：乘联会，西南证券整理

4 财务分析

4.1 毛利率和净利率开始回升

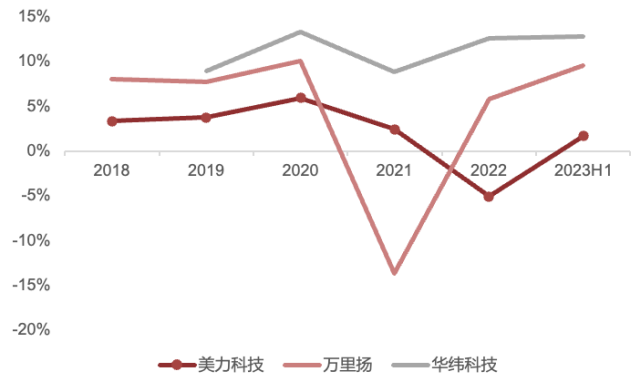
毛利率方面，19 年以来公司毛利率呈下降趋势，2023 年上半年开始回升。最新 23H1 公司毛利率为 17.8%，同比上升 4.5pp。18-19 年毛利率上升，主要受益于对部分付款条件较差的客户或产品进行剥离。19-22 年毛利率下滑的主要原因有：1) 受到宏观经济周期性波动影响；2) 国内汽车行业竞争激烈，主机厂将降价压力向公司等零部件企业传导；3) 原材料涨价。净利率方面，受毛利率影响，19 年以来公司净利率也持续下滑，2023 年上半年开始回升。另外，19-21 年上海科工业绩未达预期而计提商誉减值，以及公司 2021 年收购的北京大圆、江苏大圆亏损仍然较大，这都是造成净利率的下滑的原因。最新 23H1 公司净利率为 1.7%，同比上升 6.07pp。与可比公司对比来看，公司毛利率与净利率近几年虽有下降，但态势相对平稳。

图 23：公司与可比公司毛利率走势



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

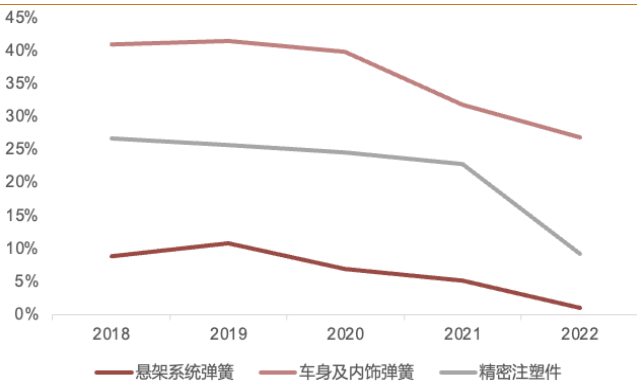
图 24：公司与可比公司净利率走势



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

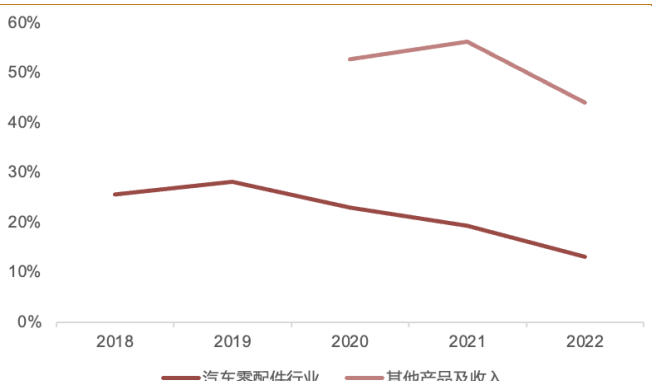
车身及内饰弹簧毛利率最高。分产品来看，车身及内饰弹簧毛利率最高，悬架系统弹簧毛利率最低，最新 2022 悬架系统弹簧/车身及内饰弹簧/精密注塑件的毛利率分别为 1.1%、26.9%、9.3%。分行业看，其他产品及收入的毛利率更高。公司产品除应用于汽车行业外，还主要应用于机械、园林、五金、仪器仪表、家用电器等主要市场。最新 2022 汽车零部件行业/其他产品及收入毛利率分别为 13.1%、44.0%。走势方面，分产品看，精密注塑件毛利率下降较多，主要原因系 2022 年精密注塑件直接人工成本/制造费用/物流、仓储费用分别同比增加 57.0%、10.3%、17.2%，而该产品营业收入同比减少 9.26%；分行业看，其他产品及收入的毛利率下降更快，但仍然高于汽车零部件行业毛利率。

图 25：公司主要产品毛利率走势



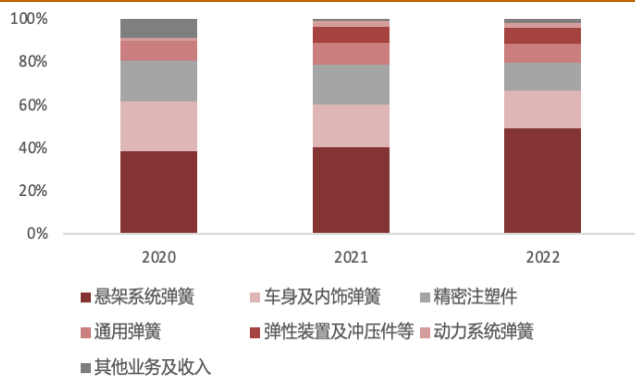
数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 26：公司分行业毛利率走势



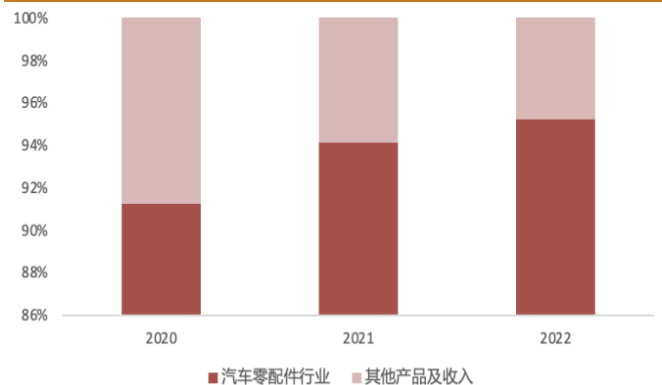
数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 27：悬架系统弹簧的营收占比呈上升趋势



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

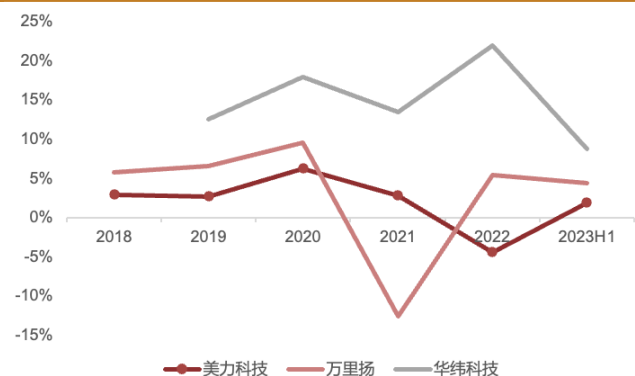
图 28：汽车零部件业务占比开始回升



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

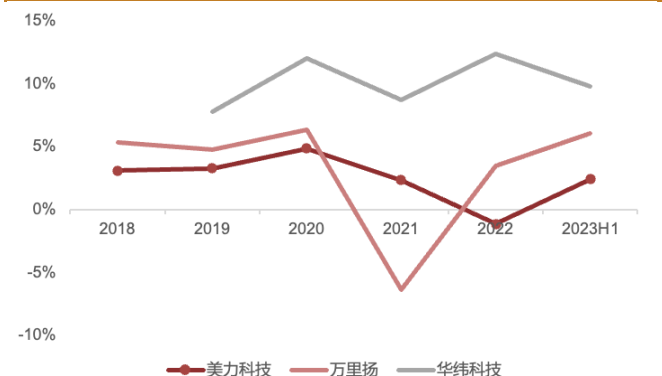
受净利率影响，2019-2022 年期间，公司 ROE/ROA 呈下降趋势，在 2023H1 公司 ROE/ROA 回升分别为 1.92%、2.42%，分别同比增加 3.45pp/3.29pp。与可比公司对比来看，18-23H1 公司 ROE 与 ROA 趋势相对平稳。

图 29：公司与可比公司 ROE 走势



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

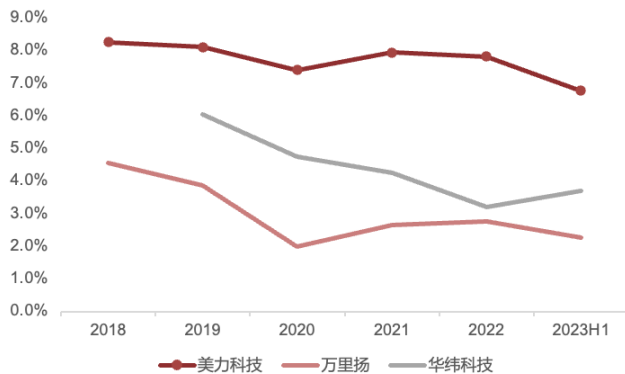
图 30：公司与可比公司 ROA 走势



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

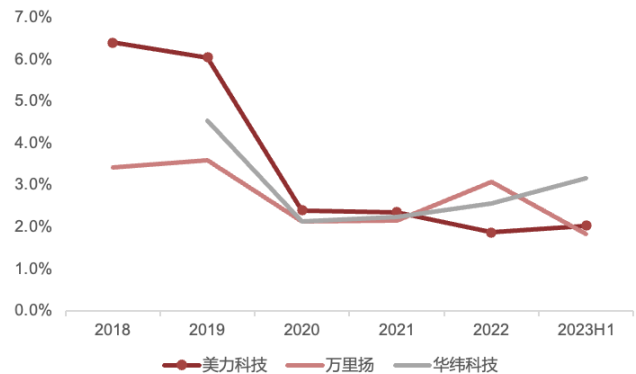
费用率方面，最新 23H1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.77%、2.04%、3.98%、0.71%，管理费用率同比减少 1.76pp，销售费用率和财务费用率分别同比减少 0.07pp、1.44pp。与可比公司相比，公司各类费用率较高。分析来看，2019 年，财务费用增加的主要原因是公司短期银行借款增加；研发费用增加的主要原因是子公司海宁美力研发费用增加。2020 年，销售费用降低的主要原因是将 2019 年度原列报在销售费用项下的物流运费、仓储费用，调整至营业成本项下列报；财务费用增加的原因是报告期内公司汇兑损益金额较大。2021 年，管理费用增加主要系并购中介费用、职工薪酬增加所致；财务费用增加主要系报告期内可转债利息增加、借款利息增加所致。2022 年，管理费用增加主要系北京大圆和江苏大圆全年费用纳入合并报表以及股份支付增加。2023 年随着公司对子公司人员的整合，费用率呈逐步降低趋势。

图 21：公司与可比公司管理费用率走势



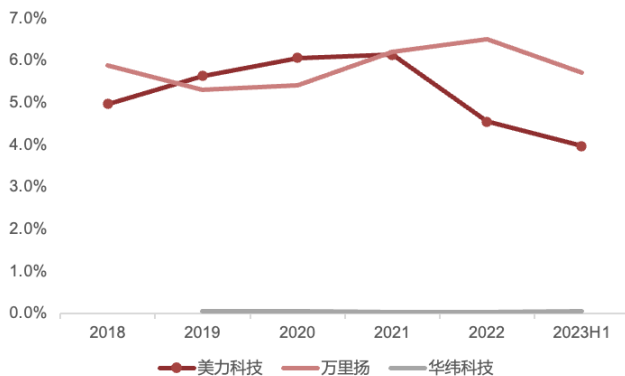
数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 22：公司与可比公司销售费用率走势



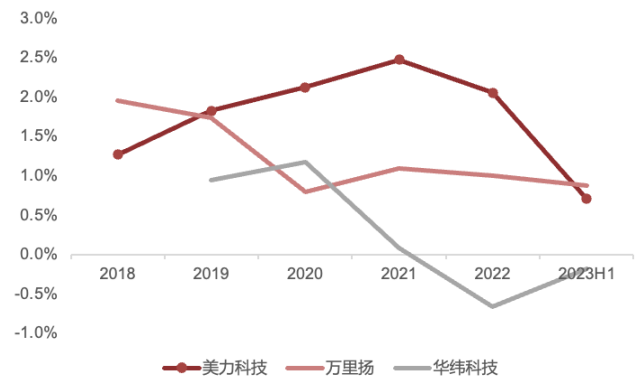
数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 23：公司与可比公司研发费用率走势



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 24：公司与可比公司财务费用率走势

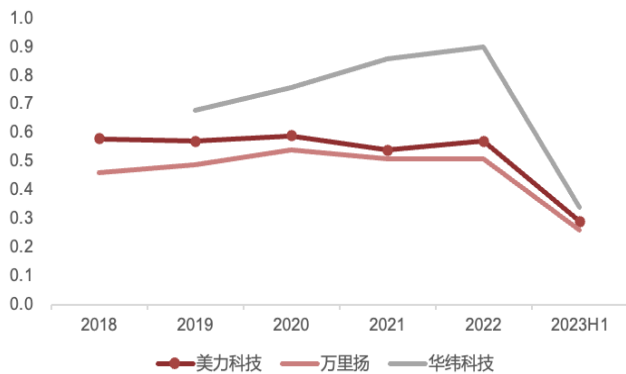


数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

4.2 偿债能力、总资产周转率相对稳定

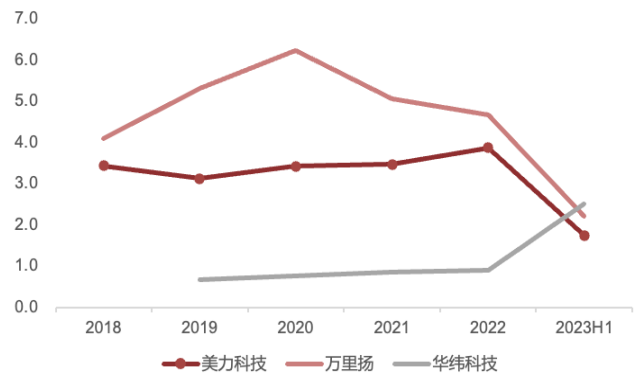
2018-2022 年，公司总资产周转率处于行业正常水平，变动趋势与行业平均变化一致。2022 年度，公司总资产较上年末增长 7.3%，营业收入涨幅（33.1%）高于总资产涨幅，总资产周转率水平较上年度小幅上升。2023 上半年公司总资产周转率为 0.29 次，公司总资产周转率处于行业正常水平。公司存货周转率与行业水平和变动趋势一致，最新 23 年上半年公司存货周转率为 1.75 次，与万里扬的存货周转率近似。

图 35：公司总资产周转率处于行业正常水平



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

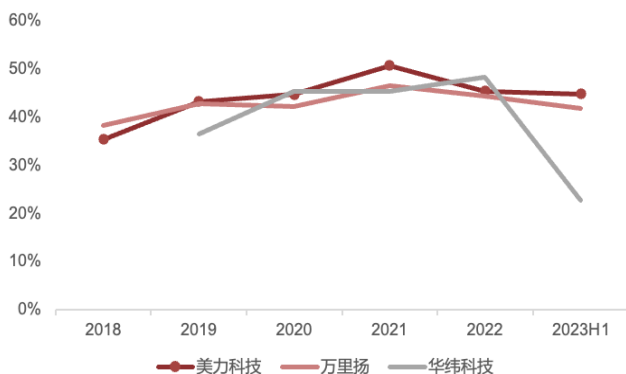
图 36：公司存货周转率处于行业正常水平



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

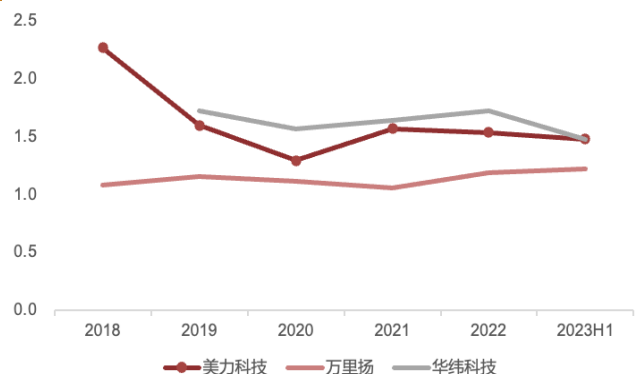
最新 23H1 公司资产负债率/流动比率为 45%/1.48，处于正常水平，公司经营风格较为稳健，偿债能力较好。其他财务指标方面，公司的现金及现金等价物较少，2022 年期末余额为 1.7 亿元，23 年上半年余额为 1.21 亿元。与可比公司相比，公司现金及现金等价物存量处于正常水平。2022 年公司的经营性现金流净额达 0.74 亿元，较上年同期增长 165.6%，证明公司的业务经营质量提高。整体来看，公司的财务指标均处于行业正常水平，为未来业务的正常开展提供了有效保证。

图 37：可比公司资产负债率走势



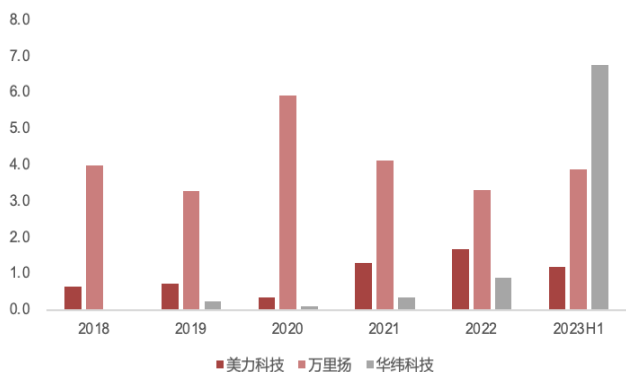
数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 38：可比公司流动比率走势



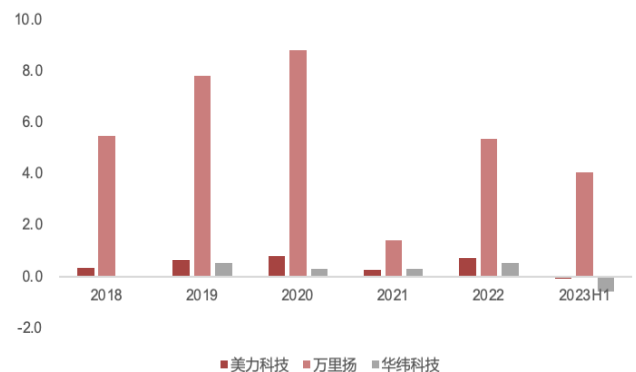
数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 39：可比公司现金及现金等价物比较（亿元）



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 40：可比公司经营性现金流净额比较（亿元）



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 基于公司产能快速扩张、下游客户销量快速增长，假设 23/24/25 年公司悬架系统弹簧销量增速分别为 19%/23%/13%，均价以平均每年 11% 的速度增长。考虑公司产能利用率提升，故假设 23/24/25 年悬架系统弹簧毛利率为 4%/5%/7.5%。

2) 基于公司在异形弹簧生产能力方面达到全球领先的优势水平，车身及内饰弹簧的整体生产工艺水平不断提升，大客户订单增加的考量，假设 23/24/25 年公司车身及内饰弹簧销量增速分别为 23%/25%/25%，由于该产品是通用件，较为成熟，单件产品价格保持不变，考虑到公司产能利用率提升，毛利率分别为 27%/30%/32%。

3) 考虑公司子公司上海科工是精密塑料模具重点骨干企业，在该领域有一定的知名度，同时公司不断开拓新客户、参与新车型，故假设 23/24/25 年精密注塑件销量增速分别为 18%/21%/22%，由于该产品是通用件，较为成熟，单件产品价格保持不变。由于在 2022 年受到合资品牌汽车销量下滑以及原材料价格有所上涨原因，导致毛利率下降，2023 年公司通过成本管控使其有所改善，故假设 23/24/25 年毛利率分别为 23%/23%/23%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 9：公司盈利预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
悬架系统弹簧	收入	533.5	704.2	957.7	1197.2
	增速	63.1%	32.0%	36.0%	25.0%
	毛利率	1.12%	4.0%	5.0%	7.5%
车身及内饰弹簧	收入	191.2	235.2	294.0	367.5
	增速	18.0%	23.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	26.9%	27.0%	30.0%	32.0%
精密注塑件	收入	138.1	163.0	197.2	240.6
	增速	-9.3%	18.0%	21.0%	22.0%
	毛利率	9.7%	23.0%	23.0%	23.0%
通用弹簧	收入	99.7	127.7	163.4	209.2
	增速	18.4%	28.0%	28.0%	28.0%
	毛利率	39.8%	39.0%	40.0%	40.0%
动力系统弹簧	收入	25.0	27.5	30.8	34.8
	增速	14.6%	10.0%	12.0%	13.0%
	毛利率	1.9%	2.0%	3.0%	5.0%
其他收入	收入	99.8	129.8	194.7	292.0
	增速	43.9%	30.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	49.9%	45.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	1087.40	1387.33	1837.81	2341.23

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	33.13%	27.58%	32.47%	27.39%
	毛利率	14.6%	17.1%	18.8%	21.1%

数据来源：Wind，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2023-2025 年营业收入分别为 13.9、18.4、23.4 亿元，同比增速分别为 27.6%、32.5%、27.4%。

5.2 相对估值

公司主营业务为高端弹簧产品及精密注塑件的研发、生产和销售。故选取万里扬、华伟科技为可比公司，这 2 家公司 2024 年平均 PE 为 15 倍。考虑到公司主要新能源汽车客户比亚迪、理想的销量增加，客户结构优质，处于高速成长期，以及公司收购北京大圆和江苏大圆，成为华晨宝马、北京现代等国际化车企的供应商，打开国际化市场，带来销量增长，给予公司 2024 年 23 倍 PE，对应目标价 14.03 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值（截至 2023.8.30 收盘）

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603348.SH	万里扬	113.41	8.64	0.23	0.41	0.68	1.04	35.21	22.10	13.35	8.71
603305.SH	华伟科技	42.83	33.23	1.17	1.30	1.85	2.42	/	24.55	17.29	13.34
平均值								35.21	23.33	15.32	11.03
300611.SZ	美力科技	23.96	11.35	-0.18	0.32	0.61	1.03	-64	36	19	11

数据来源：同花顺 iFinD，Wind，西南证券整理

6 风险提示

- 1) 公司新能源汽车主要大客户是比亚迪和理想，有可能大客户增长不及预期风险。
- 2) 收购的北京大圆和江苏大圆受制于产能利用率提升问题，导致控亏目标不及预期风险。
- 3) 新技术研发进展不及预期，导致公司在开发新客户以及在老客户端的竞争减弱的风险。
- 4) 汽车行业需求不及预期风险。公司下游是汽车行业，若汽车行业续期不及预期，将影响公司的收入和利润。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1087.40	1387.33	1837.81	2341.23	净利润	-54.81	59.33	120.57	209.29
营业成本	928.93	1149.43	1492.74	1847.09	折旧与摊销	101.78	93.77	100.83	122.96
营业税金及附加	7.57	9.49	12.65	16.12	财务费用	22.35	1.25	1.17	0.48
销售费用	20.42	29.51	38.29	48.32	资产减值损失	-38.40	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	84.98	124.86	165.40	210.71	经营营运资本变动	-30.21	-78.82	-165.31	-191.24
财务费用	22.35	1.25	1.17	0.48	其他	72.84	38.53	26.84	19.49
资产减值损失	-38.40	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	73.54	104.07	74.10	150.98
投资收益	-1.28	-15.00	0.00	10.00	资本支出	-104.72	-130.00	-120.00	-800.00
公允价值变动损益	-0.14	-0.08	-0.09	-0.09	其他	-32.27	-15.08	-0.09	9.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-136.98	-145.08	-120.09	-790.09
营业利润	-44.90	67.71	137.48	238.43	短期借款	13.97	83.50	128.20	740.82
其他非经营损益	-1.62	-0.29	-0.47	-0.60	长期借款	81.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	-46.52	67.42	137.01	237.83	股权融资	321.87	0.00	0.00	0.00
所得税	8.29	8.09	16.44	28.54	支付股利	-8.87	7.53	-13.47	-25.71
净利润	-54.81	59.33	120.57	209.29	其他	-308.69	-31.44	-1.17	-0.48
少数股东损益	-17.18	-8.00	-8.00	-8.00	筹资活动现金流净额	100.02	59.58	113.56	714.63
归属母公司股东净利润	-37.63	67.33	128.57	217.29	现金流量净额	38.22	18.57	67.57	75.51
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	189.52	208.10	275.67	351.18	成长能力				
应收和预付款项	418.07	567.07	741.01	939.98	销售收入增长率	33.13%	27.58%	32.47%	27.39%
存货	260.31	332.29	435.88	543.79	营业利润增长率	-393.46%	250.80%	103.03%	73.43%
其他流动资产	60.73	34.15	45.15	57.44	净利润增长率	-372.29%	208.25%	103.20%	73.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-15.24%	105.43%	47.15%	51.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	866.78	916.83	949.82	1640.69	毛利率	14.57%	17.15%	18.78%	21.11%
无形资产和开发支出	148.55	135.03	121.52	108.01	三费率	11.75%	11.22%	11.15%	11.08%
其他非流动资产	25.17	24.86	24.55	24.25	净利率	-5.04%	4.28%	6.56%	8.94%
资产总计	1969.14	2218.33	2593.61	3665.33	ROE	-5.10%	5.20%	9.66%	14.61%
短期借款	201.99	285.49	413.69	1154.51	ROA	-2.78%	2.67%	4.65%	5.71%
应付和预收款项	357.35	488.93	625.07	768.44	ROIC	-1.80%	3.81%	6.84%	8.89%
长期借款	261.62	261.62	261.62	261.62	EBITDA/销售收入	7.29%	11.73%	13.03%	15.46%
其他负债	73.43	40.68	44.52	48.48	营运能力				
负债合计	894.39	1076.72	1344.90	2233.05	总资产周转率	0.57	0.66	0.76	0.75
股本	211.07	211.07	211.07	211.07	固定资产周转率	1.45	1.69	2.06	1.82
资本公积	547.37	547.37	547.37	547.37	应收账款周转率	2.83	2.79	2.79	2.76
留存收益	229.15	304.01	419.11	610.69	存货周转率	3.58	3.63	3.70	3.63
归属母公司股东权益	987.60	1062.46	1177.56	1369.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.41%	—	—	—
少数股东权益	87.15	79.15	71.15	63.15	资本结构				
股东权益合计	1074.75	1141.61	1248.71	1432.28	资产负债率	45.42%	48.54%	51.85%	60.92%
负债和股东权益合计	1969.14	2218.33	2593.61	3665.33	带息债务/总负债	51.84%	50.81%	50.21%	63.42%
					流动比率	1.54	1.45	1.42	0.97
					速动比率	1.10	1.03	1.01	0.69
					股利支付率	-23.58%	-11.18%	10.47%	11.83%
					每股指标				
					每股收益	-0.18	0.32	0.61	1.03
					每股净资产	4.68	5.03	5.58	6.49
					每股经营现金	0.35	0.49	0.35	0.72
					每股股利	0.04	-0.04	0.06	0.12
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	79.22	162.74	239.47	361.86					
PE	-63.66	35.58	18.63	11.03					
PB	2.43	2.25	2.03	1.75					
PS	2.20	1.73	1.30	1.02					
EV/EBITDA	33.80	16.67	11.58	9.50					
股息率	0.37%	—	0.56%	1.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
北京	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn