



同步研发与全制程服务能力构筑核心竞争力，业务高景气与产能持续扩张下未来业绩可期——兴瑞科技（002937.SZ）投资价值分析报告

● 聚焦新能源汽车电装及智能终端领域，公司业绩保持快速增长

公司为我国精密零组件研发及制造企业，始终坚持以创新研发与先进制造技术为核心，致力成为全球精密制造领域领先的系统化方案提供商。目前，公司已形成全球化快速响应并涵盖同步研发、模具设计制造、金属冲压、塑料注塑、表面处理、自动组装及量产交付的全制程服务核心能力，与各大产品应用领域的全球头部企业已建立起长期稳定深入的合作关系。近年来，公司业务重点聚焦于新能源汽车电装及智能终端领域，2020 年-2022 年期间，公司整体营收 CAGR 达 30.33%，归母净利润 CAGR 达 31.17%，业绩保持快速增长。

● 智能终端产品线不断拓展，海外生产基地前瞻布局助力公司国际化发展

2022 年以来，公司智能安防、智能电表系列产品均已实现规模化生产，新品目前上量顺利，整体在手订单充足。随着公司产品线持续迭代与丰富，将有利于公司智能终端业务板块的长期健康发展。同时，公司也在积极顺应智能终端供应链向海外转移的趋势，印尼、越南等海外生产基地布局较早，并已实现规模产能。随着我国国内人口红利优势的减退，公司海外生产基地供应链布局有利于就近服务客户，发挥当地生产的人工、物流等成本优势的同时，也有利于下游国际知名龙头企业未来新项目的获取，其具有重要的战略价值。

● 具备业内领先模组同步研发能力，先发优势下有望进一步抢占市场份额

在汽车电动化、智能化与网联化发展下，汽车电子电气架构正在向集中式持续演进，上游零部件产品集成化、模块化发展趋势明显。公司在业内具有较强的客户同步研发与一站式服务能力，可为客户提供高度定制化的产品与服务，助力客户缩短整体项目应用开发周期。早在 2018 年，公司便已与头部知名 Tier1 供应商松下合作，开展同步研发新能源汽车 BMU/BDU 等模块。通过持续加大新能源汽车领域研发投入力度，公司已实现从原有零组件到目前模组同步研发的能力提升，先发优势下公司有望进一步增强产品竞争力，抢占市场份额。

● 产能持续扩张，新能源汽车电子业务产销两旺发展势头有望延续

2023 年 4 月，公司慈溪新能源汽车零部件产业基地已完成了主体结构封顶，预计将于 2024 年上半年投产，且有望在原产能规划的基础上进一步增加 40-50% 的产能提升空间。相关产能消化方面，截至 2023 年 3 月，公司慈溪新生产基地未来投产后五年内已取得松下等客户定点函的对应预计年均销售金额已超过 12 亿元，公司未来新能源汽车电子业务产销两旺的良好发展势头有望延续。

● **公司盈利预测与估值。**我们预计，2023 年-2025 年，公司各年营业收入分别为 22.34/27.93/34.04 亿元 (YOY: 26.43%/25.02%/21.86%)，EPS 分别为 0.89/1.16/1.48 元 (YOY: 21.10%/30.41%/27.54%)。根据合理估值测算，结合考虑股价催化剂等因素，给予公司 2023 年 33 倍 P/E 估值，对应未来六个月内目标价为 29.38 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● **风险提示。**下游需求不及预期、产能扩张不及预期、大宗商品价格波动风险。

● 核心业绩数据预测

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,251.83	1,767.13	2,234.22	2,793.13	3,403.77
ROE	10.7%	17.4%	18.1%	19.8%	21.0%
EPS(元)	0.38	0.74	0.89	1.16	1.48
P/E	64.31	33.31	27.51	21.09	16.54

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

TMT 行业组

SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据

2023.12.8

收盘价(元)	24.49
一年中最低/最高(元)	18.86/30.35
总市值(亿元)	72.92
ROE(TTM)	18.88%
PE(TTM)	27.50

股价相对走势





内容目录

1. 公司所属主要行业情况分析	5
1.1. 汽车电子行业简介及发展现状概要	5
1.1.1. 全球新能源汽车产业发展迅猛，有望驱动汽车电子行业长期良好增长	5
1.1.2. 国际大型企业占据市场主导地位，我国本土企业实现不断突围	6
1.1.3. 产业政策持续出台，为我国汽车电子行业发展提供强劲助力	7
1.1.4. 汽车电子电气架构不断演进，汽车电子行业迎新发展机遇	8
1.2. 智能家居行业简介及发展现状概要	9
1.2.1. 我国智能家居行业进入全面智能化阶段，市场规模有望保持快速增长	9
1.2.2. 我国智能家居行业整体竞争较为激烈，市场份额有望进一步向头部集中	10
1.2.3. AI 技术整体渗透有望快速提升，智能安防市场拓展空间广阔	10
2. 公司经营情况分析	11
2.1. 聚焦新能源汽车电装及智能终端领域，公司业绩保持快速增长	12
2.1.1. 智能终端产品线不断拓展，海外生产基地先发布局助力公司国际化发展	14
2.1.2. 聚焦新能源汽车三电核心领域，产能持续释放下，业务高成长性有望延续	15
2.2. 客户同步研发、一站式服务与全球化快速响应能力，铸就公司核心竞争力	16
2.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力分析	18
2.3.1. 收现比维持良好水平，存货余额得到有效改善	18
2.3.2. 公司管理效率与可比公司较为接近，仍有持续优化空间	19
2.3.3. 公司盈利能力业内领先优势显著，经营性净现金流有望持续提升	19
2.4. 2023 年-2025 年，公司分业务板块盈利预测	21
2.5. 2023 年-2025 年，公司整体业绩预测	22
3. 公司估值分析	23
3.1. 公司相对估值：目前低于近三年估值中枢，处于行业偏上估值水平	23
3.2. 公司绝对估值：DCF 模型估值分析	24
4. 公司未来六个月内投资建议	25
4.1. 公司股价催化剂分析	25
4.2. 公司未来六个月内目标价	26
5. 公司投资评级	26
6. 风险提示	27



图表目录

图 1: 2019 年-2026 年全球新能源汽车销量情况及预测	5
图 2: 2016 年-2023 年我国新能源汽车销量情况及预测	5
图 3: 2017 年-2023 年我国汽车电子行业市场规模及预测	6
图 4: 各大车型汽车电子成本占比情况	6
图 5: 博世汽车电子电气架构演进路线图	8
图 6: 2019 年-2025 年我国智能家居市场规模情况及预测	9
图 7: 2023 年与 2027 年全球智能家居各大品类出货量预测	9
图 8: 我国智能家居 AI 技术渗透率有望持续提升	10
图 9: 公司主要发展历程	11
图 10: 公司主要产品系列矩阵	12
图 11: 2020 年-2023H1 公司营收、成本趋势情况	13
图 12: 2022 年公司分业务、分地区营收、成本构成情况	13
图 13: 公司智能终端主要产品矩阵	14
图 14: 新能源汽车核心三电系统构成	15
图 15: 新能源汽车三电系统领域公司主要产品场景应用	15
图 16: 公司具备客户同步研发、一站式全制程服务能力	17
图 17: 2020 年-2022 年公司主要运营指标趋势	18
图 18: 2020 年-2022 年公司主要管理能力指标趋势	19
图 19: 2022 年公司主要管理能力指标行业横向比较	19
图 20: 2020 年-2022 年公司主要盈利能力指标趋势	20
图 21: 2022 年公司主要盈利能力指标行业领先	20
图 22: 公司当前 P/E (TTM) 估值水平较低于近三年来估值中枢	23
图 23: 目前 P/E (TTM) 估值水平行业横向比较	24



表 1: 我国汽车电子行业相关主要政策法规	7
表 2: 2023 年-2025 年公司分业务板块盈利预测	22
表 3: 2023 年-2025 年公司相对估值模型预测数	23
表 4: 采用 DCF 估值模型, 公司股权价值测算	25
表 5: DCF 估值模型股价敏感性测试分析	25



1. 公司所属主要行业情况分析

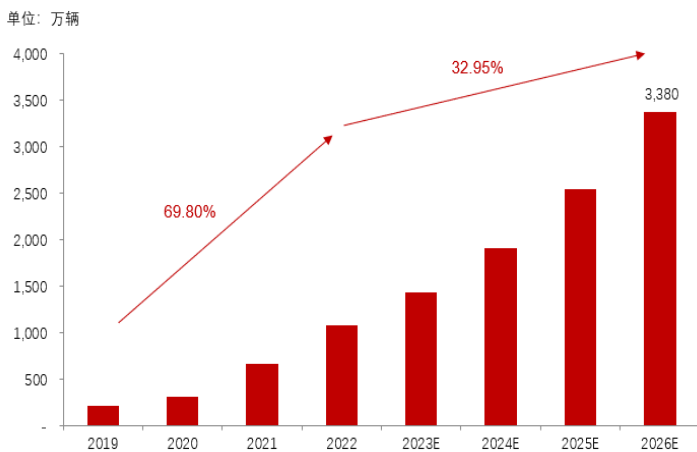
1.1. 汽车电子行业简介及发展现状概要

汽车电子是指应用于车辆的各大电子控制系统,其用以感知汽车行驶状态、执行各项驾驶功能,在保障车辆安全行驶、提高汽车舒适性与娱乐性上发挥着重要作用,为汽车产业的持续升级发展提供了基础支撑。按应用领域不同,可将汽车电子分为车身电子控制系统和车载电子控制系统两大类型。其中,车身电子控制系统主要包括动力与传动控制系统、底盘与安全控制系统、车身相关电子电器装置等;车载电子控制系统则主要包括汽车仪表、车载导航系统、车载娱乐系统、车载通信系统等。汽车电子行业整体产业链主要包括上游电子元器件及零部件生产、中游汽车电子系统集成、下游整车制造等三大环节。

1.1.1. 全球新能源汽车产业发展迅猛,有望驱动汽车电子行业长期良好增长

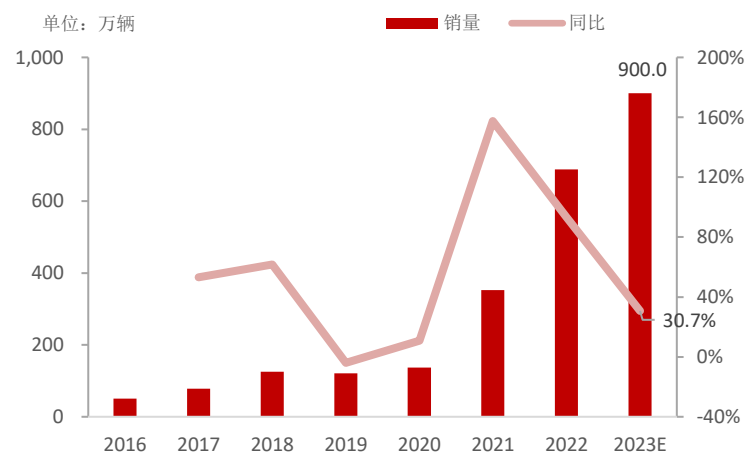
近年来,在汽车电动化、智能化与网联化发展趋势下,叠加各国“双碳”目标的持续推进,全球新能源汽车产业发展强劲,进而也推动了汽车电子行业的快速发展。根据 EV Sales 数据显示,2022 年全球新能源汽车销量为 1,082 万辆,2019 年-2022 年,期间 CAGR 达 69.80%;其预计,2026 年全球新能源汽车销量将进一步增长至 3,380 万辆,2022 年-2026 年,期间 CAGR 预计达 32.95%,预计仍将保持强劲增长。在产业支持政策与市场需求的共同驱动下,我国新能源汽车市场规模近两年来实现爆发式增长。根据中汽协数据显示,2021 年-2022 年我国新能源汽车销量同比增速分别高达 157.5%、93.4%,其产销量已连续 8 年稳居全球第一;中汽协预计,2023 年我国新能源汽车销量将达 900 万辆,同比增速预计约为 30.7%,在高基数下仍有望保持良好增长。

图 1: 2019 年-2026 年全球新能源汽车销量情况及预测



资料来源: EV Sales, 华通证券国际研究部

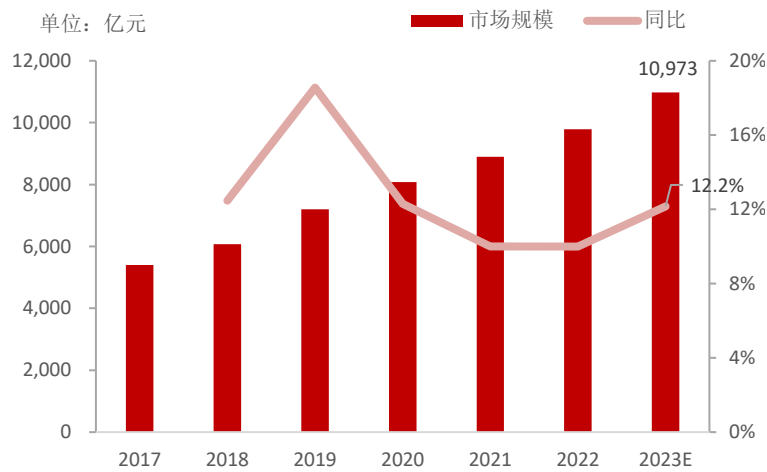
图 2: 2016 年-2023 年我国新能源汽车销量情况及预测



资料来源: 中汽协, 华通证券国际研究部

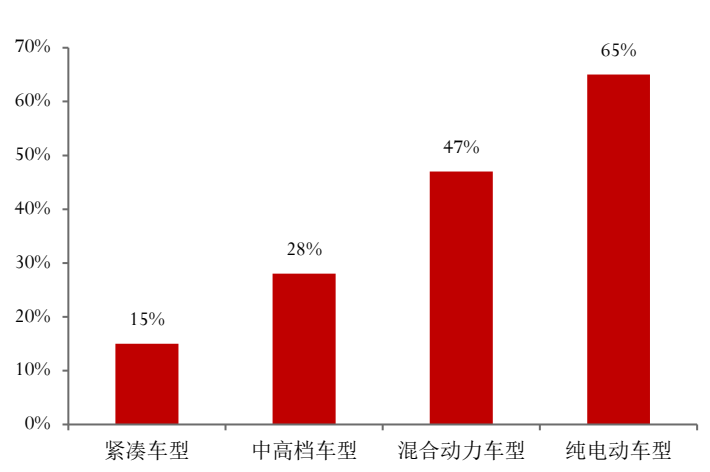
根据中汽协数据显示，近年来我国汽车电子行业市场规模保持着超双位数的较快增长，2017年-2022年，期间CAGR为12.62%；2023年，其市场规模预计将进一步增长至10,973亿元，突破万亿元大关，同比增速预计达12.2%。相较于传统汽车，由于新能源汽车需要搭载电机控制、电池管理、充电管理等更多种高端汽车电子系统，故汽车电子相关产品价值量提升显著，其在整车成本中占比较高。根据盖世汽车研究院数据显示，纯电动车相关汽车电子成本占比高达65%。未来随着新能源汽车渗透率的不断提高，有望驱动上游汽车电子行业的长期良好发展。

图 3：2017 年-2023 年我国汽车电子行业市场规模及预测



资料来源：中汽协，华通证券国际研究部

图 4：各大车型汽车电子成本占比情况



资料来源：盖世汽车研究院，华通证券国际研究部

1. 1. 2. 国际大型企业占据市场主导地位，我国本土企业实现不断突围

目前，国际大型汽车电子一级供应商凭借长期的技术工艺积累，其市场领先地位较为稳固。根据赛迪智库数据显示，2020 年全球前五大汽车电子企业为博士、大陆、日本电装、德尔福、伟世通，其市场份额分别为 16.6%、10.8%、9.8%、7.7%、3.6%，CR5 达 48.50%，几乎占据整体市场的半壁江山。

而我国本土汽车电子企业由于起步相对较晚，目前仍处于起步发展阶段，其产品主要集中在中低端汽车电子市场，国内企业间竞争较为激烈。近年来，在国家多项产业支持政策的引导促进与全产业链实现安全可控目标的稳步推进下，我国汽车电子企业技术水平实现不断提升，已涌现出了德赛西威、华阳集团、均胜电子等一批具备头部汽车品牌规模化高质量配套生产能力的本土优质汽车电子供应商。



1.1.3. 产业政策持续出台，为我国汽车电子行业发展提供强劲助力

随着“十二五”期间，新能源汽车开始进入国家战略性新兴产业规划重点，汽车电子作为新能源汽车整体产业的重要组成部分，行业迎来利好政策不断出台，为本土企业业务的不断优化升级、市场竞争力的不断提升与我国汽车电子行业的持续健康发展提供了重要引导与助力。

表 1：我国汽车电子行业相关主要政策法规

时间	发布单位	政策名称	相关内容
2023 年 7 月	发改委等十三部门	《关于促进汽车消费的若干措施》	加强新能源汽车配套设施建设，落实构建高质量充电基础设施体系。降低新能源汽车购置使用成本，鼓励阶段性降低充电服务费，鼓励对城市公交车辆充电给予优惠。支持适宜地区公共领域新增或更新车辆原则上采购新能源汽车，鼓励农村客货邮融合适配车辆更新为新能源汽车。
2023 年 6 月	财政部、税务总局、 工信部	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税。
2021 年 1 月	工信部	《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）》	把握传统汽车向电动化、智能化、网联化的新能源汽车和智能网联汽车转型的市场机遇，重点推动车规级传感器、电容器（含超级电容器）、电阻器、频率元器件、连接器与线缆组件、微特电机、控制继电器、新型化学和物理电池等电子元器件应用。
2020 年 10 月	国务院	《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	提升产业基础能力。以动力电池与管理系统、驱动电机与电力电子、网联化与智能化技术为“三横”，构建关键零部件技术供给体系。提升基础关键技术、先进基础工艺、基础核心零部件、关键基础材料等研发能力。
2017 年 4 月	工信部、发改委、 科技部	《汽车产业中长期发展规划》	突破车用传感器、车载芯片等先进汽车电子以及轻量化新材料、高端制造装备等产业链短板，培育具有国际竞争力的零部件供应商，形成从零部件到整车的完整产业体系。
2012 年 7 月	国务院	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	以纯电驱动为新能源汽车发展和汽车工业转型的主要战略取向，重点突破高性能动力电池、电机、电控等关键零部件和材料核心技术，大幅度提高动力电池和电机安全性与可靠性，降低成本。

资料来源：中国政府网，发改委，华通证券国际研究部

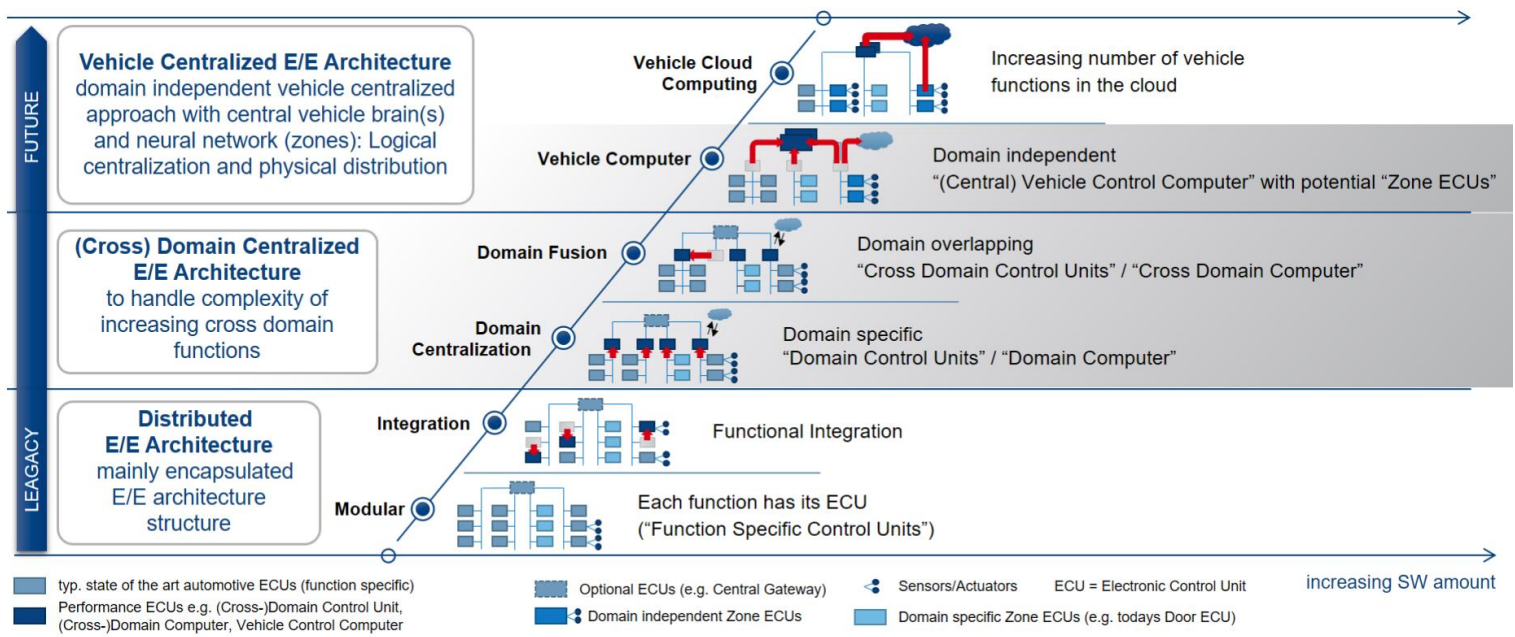
从全球范围来看，各大主要市场所在地政府也在不断推出相关产业支持政策，引导鼓励新能源汽车产业的快速发展。美国《通胀削减法案（IRA）》于 2022 年 8 月生效，2023 年 1 月 1 日起将为在美国组装的电动车提供补贴；加拿大政府于 2022 年 8 月宣布汽车全电化计划，提出 2035 年达到销售乘用车 100% 电动化目标；此外，欧洲、亚洲多国新能源汽车补贴政策也得到了进一步增强或延续。

1.1.4. 汽车电子电气架构不断演进，汽车电子行业迎新发展机遇

汽车电子电气架构（EEA, Electronic/Electrical Architecture）是指包含电子电气系统功能需求分析、系统方案设计、网络架构设计、子系统功能开发、电气原理及线束拓扑设计等顶层设计内容为一体的整车电子电气系统解决方案。

传统的分布式电子电气架构为根据汽车功能划分为由不同控制器和网段等构成的功能单元，每个功能单元之间彼此独立。随着整车电子电气功能的不断丰富，在分布式电子电气架构下，单车电子控制单元数量大幅增加，其使得整车系统缺乏兼容性与扩展性的同时，也导致了整车成本的持续增加。传统的分布式电子电气架构已不能满足汽车电动化、智能化、网联化快速发展的需要，汽车电子电气架构正在向域集中式、中央集中式持续演进。

图 5：博世汽车电子电气架构演进路线图



资料来源：博世工程技术，华通证券国际研究部

域集中式电子电气架构(Domain Centralized E/E Architecture)为基于域控制器的电子电气架构，博世按功能将其电子电气架构分为驾驶辅助、车辆安全、车辆运动、娱乐信息和车身电子等五大功能域，将更多核心功能模块集中于域控制器内，进而实现整车系统功能集成度的提高。中央集中式电子电气架构（Vehicle Centralized E/E Architecture）则是将域控制器进一步集成于中央计算中心的电子电气架构，该架构可实现软硬件解耦的开放式软件平台功能，有利于主机整体算力高效提升的同时，也能够实现整车元件数量与线束总长的显著缩减，有助于整车成本的



有效降低。在汽车电子电气架构向集中式持续演进下，其零部件产品集成化、模块化已成为全球汽车电子行业发展的主要方向，未来行业传统分布式相关产品的市场替代空间庞大。

1.2. 智能家居行业简介及发展现状概要

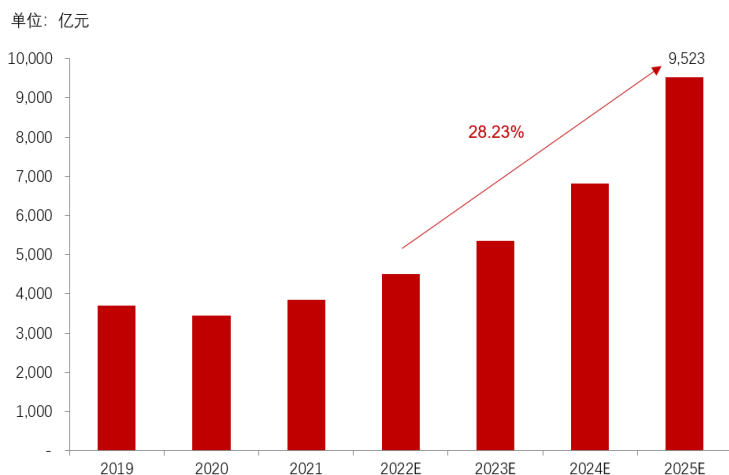
智能家居是指以家庭居住场景为载体，融合物联网、人工智能、云计算等新一代信息技术，通过对家居设备线上集中管理，从而为用户提供便捷舒适、智能化的家庭生活场景。我国智能家居行业在历经单品智能、终端互联互通的两大发展阶段后，已进入了更加注重系统智能化水平整体提升的全面智能化发展阶段。

1.2.1. 我国智能家居行业进入全面智能化阶段，市场规模有望保持快速增长

随着智能家用物联网应用的不断成熟，以及大众对于便捷舒适、高品质生活需求的不断提升，我国智能家居市场规模有望保持快速增长。根据艾瑞咨询预测，2025 年，我国智能家居市场规模预计将达到 9,523 亿元，市场规模将接近万亿元大关；2022 年-2025 年，期间 CAGR 预计将达 28.23%。

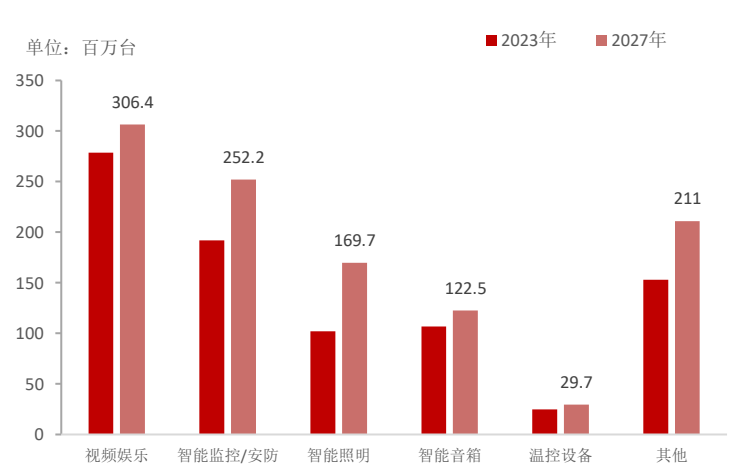
就细分产品结构来看，根据 IDC 预测，2027 年全球出货量最高的智能家居品类为视频娱乐设备，其出货量预计达 3.06 亿台，占比总出货量的 26.5%；智能监控/安防设备紧随其后，出货量预计为 2.52 亿台，占比预计达 23.5%。IDC 预计 2023 年-2027 年，期间出货量增长最快品类为智能照明产品，其期间 CAGR 预计为 13.60%；智能监控/安防设备出货量期间 CAGR 预计为 7.08%，排名第二。

图 6：2019 年-2025 年我国智能家居市场规模情况及预测



资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部

图 7：2023 年与 2027 年全球智能家居各大品类出货量预测



资料来源：IDC，华通证券国际研究部



1.2.2. 我国智能家居行业整体竞争较为激烈，市场份额有望进一步向头部集中

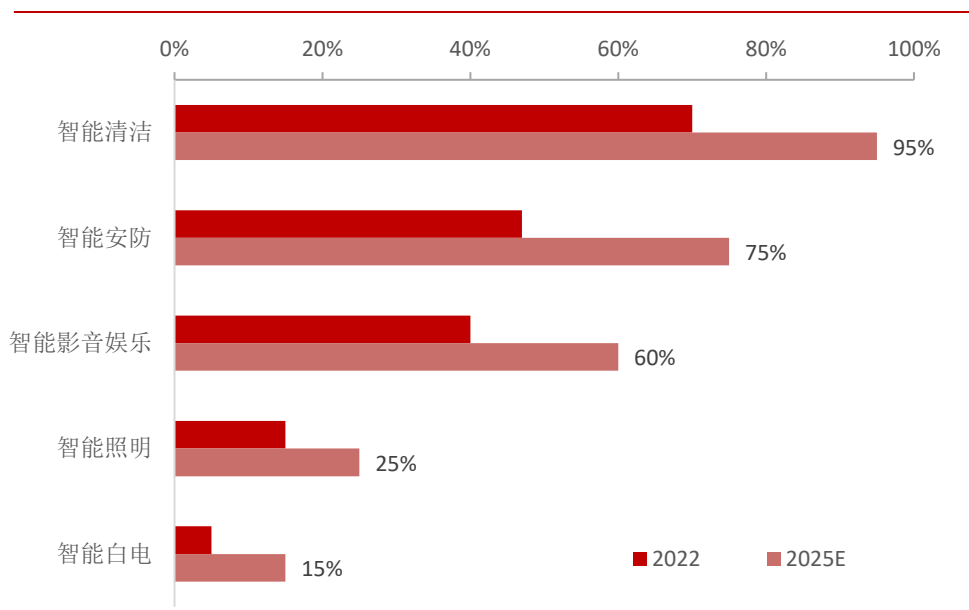
目前，我国智能家居市场参与者较多，行业整体竞争较为激烈。其中，小米作为互联网企业代表，其在智能家居领域的先发优势显著，行业头部地位较为稳固；另一方面，传统家电行业龙头企业在智能家居领域崛起快速，市场份额实现快速增长。

根据 IDC 数据显示，2022Q1，我国智能家居行业前五大供应商分别为小米、美的、海尔、百度、阿里巴巴，其出货量市场份额分别为 18.0%、9.0%、8.0%、6.9%、5.1%，CR5 为 48.50%。我们认为，我国智能家居领域头部企业在技术、品牌、规模、渠道、消费者认可度等方面的竞争优势较为明显，未来有望进一步扩大市场份额。

1.2.3. AI 技术整体渗透有望快速提升，智能安防市场拓展空间广阔

随着以 ChatGPT 为代表的 AI 大模型不断取得突破，AI 视觉、语音等相关技术赋能于智能家居应用场景实现不断拓展与下沉。根据艾瑞咨询预测，2025 年，我国智能家居行业整体 AI 技术渗透率有望达 50%。其中，智能清洁品类 AI 渗透率预计将高达 95%，较 2022 年提升 25pct，AI 渗透率位居各大品类之首；智能安防类产品 AI 渗透率则有望快速增长至 75%，较 2022 年大幅提升 28pct，期间内渗透率增幅排名第一，未来以视频监控、智能门锁为代表的智能安防产品市场拓展空间广阔。

图 8：我国智能家居 AI 技术渗透率有望持续提升



资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部

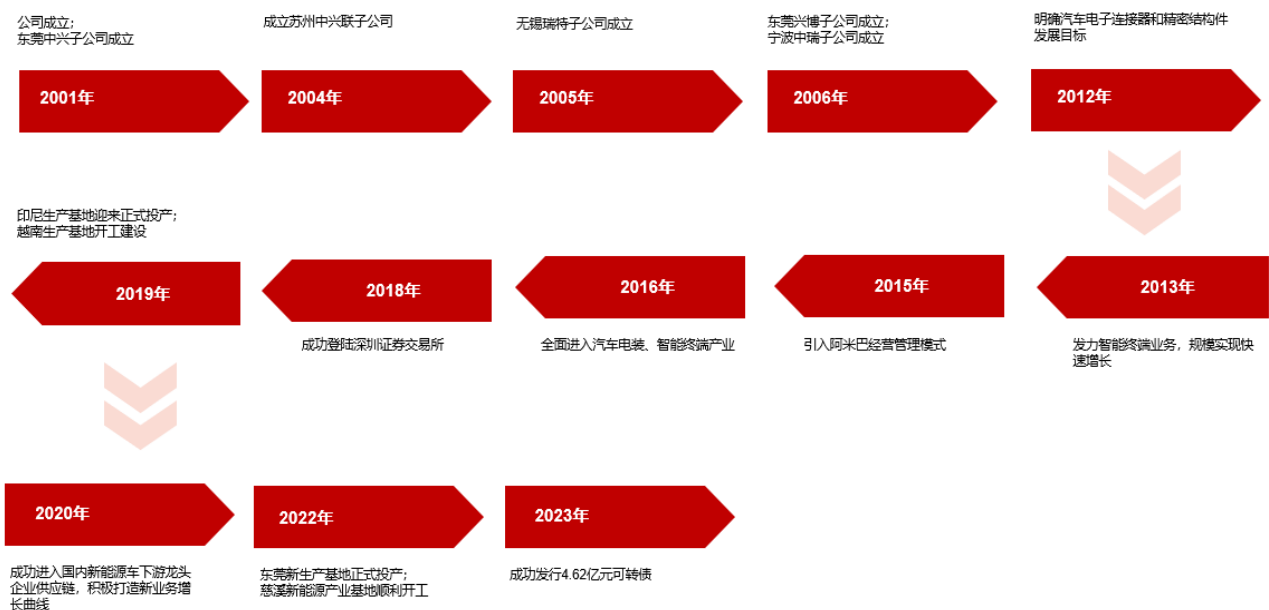


2.公司经营情况分析

宁波兴瑞电子科技有限公司（002937.SZ）成立于 2001 年，为我国精密组件领域研发及制造企业。自成立以来，公司始终坚持以创新研发与先进制造技术为核心，致力成为全球精密制造领域领先的系统化方案提供商。通过多年专业领域深厚积累，公司已形成了涵盖同步研发、模具设计制造、金属冲压、塑料注塑、表面处理、自动组装及量产交付的一站式、全制程、规模化研发、设计和制造能力。公司拥有境内外 6 大生产制造基地，其产品远销全球 18 个国家和地区。

成立之初，公司主要业务为消费电子领域的电视调谐器零组件研发生产销售，在相继成立东莞中兴、苏州中兴联子公司后，公司进入快速发展期。此后，公司敏锐地洞察了我国汽车电子快速发展的市场机遇，于 2012 年起明确了汽车电子连接器和精密结构件的发展目标，并逐步建立了满足汽车电子业务客户认证要求的生产认证与管理体系。2016 年，公司全面进入汽车电装、智能终端产业，与全球领先汽车电子企业合作实现不断拓展，智能终端机顶盒业务取得快速增长。2018 年，公司成功登陆深圳证券交易所。2019 年，在行业供应链转移趋势下，公司积极布局海外制造基地、开拓全球市场，并开始将汽车电子业务聚焦于新能源汽车领域。2020 年，公司成功进入国内新能源汽车下游龙头企业供应链。2022 年，公司东莞新工厂正式竣工验收投产，慈溪新能源产业基地实现顺利开工，公司产能得到持续扩充。2023 年，公司成功发行 4.62 亿元可转债，募集资金将全部用于新能源汽车零部件生产建设项目。

图 9：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，公司招股说明书，华通证券国际研究部



2.1. 聚焦新能源汽车电装及智能终端领域，公司业绩保持快速增长

依托于在精密模具、精密零部件制造领域 20 余载的深耕积累，目前公司产品已涵盖电子连接器、结构件、镶嵌注塑件等多种类型，广泛应用于智能终端、汽车电子及消费电子等领域。公司具备较强的与客户同步、一站式、全制程研发、设计与制造能力，可为客户提供高度定制化的产品和服务，并已与各大产品应用领域的全球头部企业建立起了稳定深入的合作关系。

图 10：公司主要产品系列矩阵



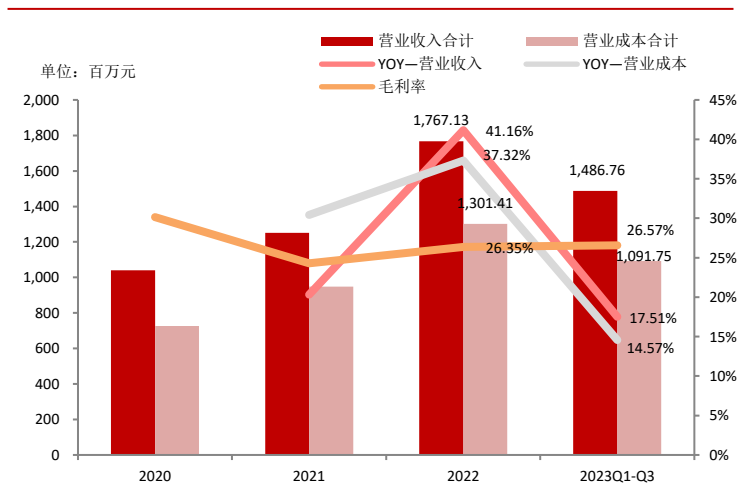
资料来源：公司官网，公司公告，华通证券国际研究部

2022 年度，公司在经营上虽面临了国内疫情反复、供应链不畅，以及地缘冲突、高通货膨胀等因素带来的全球政治经济形势不确定提升等多重挑战，但通过积极采取应对措施，调配全球各大生产基地产能，保证了订单按时交付率，依然实现了公司业绩的快速增长。全年公司实现营业收入为 17.67 亿元，同比取得较高双位数增长达 41.16%；2020 年-2022 年，期间 CAGR 保持良好双位数水准为 30.33%。销售毛利率方面，2022 年为 26.35%，近 3 年期间毛利率保持在 24%—30%之间，各年略有波动。2023 年前三季度，公司实现营业收入为 14.87 亿元，同比保持着 17.51%的较快增长；期间毛利率为 26.57%，较上年全年表现稳中有升 0.21pct。

就营收具体构成来看，智能终端与汽车电子两大业务板块为公司基本盘。2022 年，公司智能终端、汽车电子、消费电子、模具产品营收占比分别为 44.29%、35.51%、9.36%、3.30%。其中，受益于我国新能源汽车行业的迅猛发展与公司相关产能的持续释放，其汽车电子业务近年来增长快速，2022 年营收同比实现高增达 59.02%，为公司增速最快板块。2023H1，公司汽车

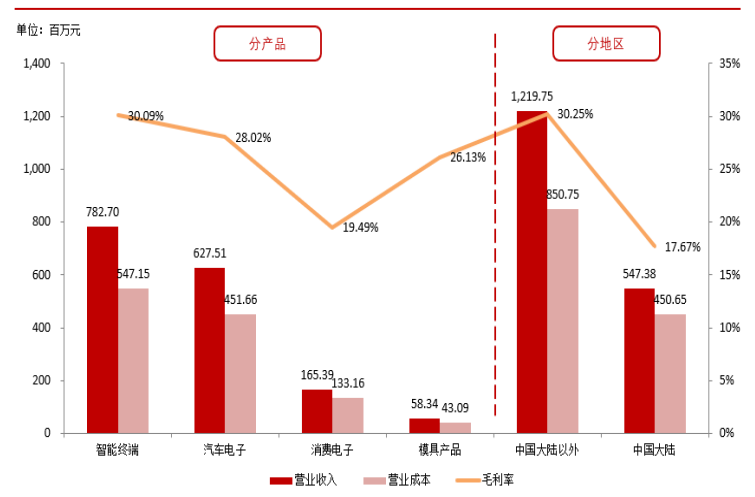
电子业务依然保持着强劲发展，营收同比增速进一步攀升至 80.04%，其中新能源汽车相关业务营收同比增速更是超 150%；汽车电子板块营收占比达 46.83%，已超过智能终端业务成为公司第一大板块。公司智能终端业务方面，2022 年营收同比增速为 46.60%，该业务增长快速；2023H1，受全球产业链外移、产品交付延后影响，使得该业务板块承压，期间营收同比降幅为 6.74%。目前，公司智能终端产品已逐步恢复交付周期，2023Q3 业务实现环比增速超 10%，营收已重回上升通道。消费电子业务方面，在行业整体市场需求疲软的情况下，2022 年仍保持了 3.67% 的稳健增长；2023H1，受公司业务拓展重点持续转移影响，该板块营收降幅较大为 33.33%。我们认为，随着新能源汽车行业的快速发展，有望推动汽车零部件产业加速向集成化转型，叠加智能家居行业 AI 技术整体渗透率不断提升、需求持续释放的多重利好因素下，公司未来业绩高成长性有望延续。

图 11：2020 年-2023H1 公司营收、成本趋势情况



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

图 12：2022 年公司分业务、分地区营收、成本构成情况



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

2023 年 7 月，公司顺利完成了 4.62 亿元可转债发行工作，其募集资金计划将全部用于浙江慈溪新能源汽车零部件生产建设项目。在公司订单化生产模式下，2022 年汽车电子产品产能利用率已达 84.80%，实际已基本达到满负荷生产状态。该项目建设将有利于公司产销两旺的新能源汽车电子业务突破产能瓶颈，实现大幅产能扩充，进一步提升产品规模化优势与市场竞争力。2023 年 4 月，慈溪新能源汽车零部件产业基地已完成了主体结构封顶，并同步启动了智能工厂设计，预计将于 2024 年上半年迎来投产，且有望在原产能规划的基础上进一步增加 40-50% 的产能提升空间。根据公司公告的相关经济效益预测，该项目未来达产后，可实现年营业收入规模预计将超 10 亿元，2022 年公司营收规模为 17.67 亿元，其有望为公司未来业绩贡献可观增量，公司未来成长性可期。

2.1.1. 智能终端产品线不断拓展，海外生产基地先发布局助力公司国际化发展

依托于较强的模具开发制造实力、一站式的先进制造工艺与全球化市场开拓能力，在跟随原电视调谐器客户步入智能终端领域开始业务转型后，自 2013 年起，公司智能终端产品品类得到不断拓展，整体业务实现快速发展。目前，公司智能终端产品包括智能机顶盒、智能网关、智能安防、智能电表等丰富组件产品品类，多方位覆盖智能家居应用场景。

图 13：公司智能终端主要产品矩阵



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

在产品品类方面，公司敏锐地洞察了智能安防类产品 AI 渗透率强劲增长潜力，近年来，开始积极布局智能安防业务领域。2022 年，公司智能安防系列产品已顺利实现量产。2023 年，公司智能终端产品线进一步拓展，目前公司智能电表系列产品也已实现规模化生产，新品上量顺利，整体在手订单饱满。在客户拓展上，一方面，公司与特艺、萨基姆等存量全球知名客户的合作关系长期稳定，订单规模实现持续提升；另一方面，公司也顺利拓展了北美电信、兰吉尔等多家下游头部优质客户，并获得新品定点。随着产品线持续迭代与丰富，将有利于公司智能终端业务板块的长期健康发展。此外，公司产品也在从单功能结构组件向功能结构模组整合发展，其有利于公司业务更加完善地覆盖产业链增值环节，助力公司未来市场份额的进一步提升。

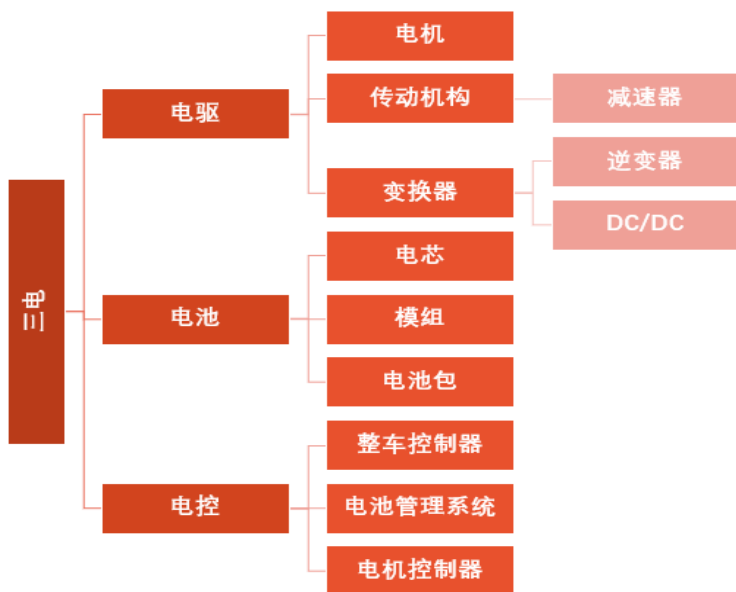
同时，公司也在积极顺应智能终端供应链向海外转移的趋势，在海外生产基地布局上先发优

势明显。早在 2019 年，公司印尼生产基地已形成 500 万套智能终端塑料外壳组件的规模化生产产能；2020 年，公司越南生产基地也迎来投产，其整体产能规划为智能终端 1000 万套塑料外壳及 1000 万套精密冲压件。随着我国国内人力成本的不断提高、人口红利优势的减退，公司海外生产基地供应链布局有利于公司就近服务客户，发挥当地生产人工、物流等成本优势的同时；也能够有效分散近年来日趋激烈的国际贸易冲突相关风险，有利于公司下游国际知名企业新项目的获取，具有重要的战略价值。

2.1.2. 聚焦新能源汽车三电核心领域，产能持续释放下，业务高成长性有望延续

在汽车电子业务方面，公司重点聚焦于新能源汽车电装三电系统领域相关电子电气系统零组件、机电一体化模组的研发制造。目前，公司新能源汽车产品主要包括新能源汽车电池镶嵌组件系列、电控镶嵌组件系列、连接器及组件产品、鱼眼端子等。公司镶嵌注塑产品生产需要注塑、冲压、注塑、自动化等多种工艺的融合使用，其具有一定的技术工艺壁垒。同时，公司在业内通用的嵌塑成型技术基础上，创新性研发了精密嵌件二次注塑、精密多组件嵌塑成型等核心技术，有效解决了传统一次成型容易造成金属嵌件损坏、多组件嵌塑成型难度较大、注塑过程中极易造成金属嵌件的移动、损坏、变形等问题，实现公司产品质量与成品率的进一步提升。

图 14：新能源汽车核心三电系统构成



资料来源：汽车人参考，华通证券国际研究部

图 15：新能源汽车三电系统领域公司主要产品场景应用



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

新能源汽车为通过高压电池向电动机提供电能从而驱动车辆行驶，其相关电驱、电池、电控



系统为新能源汽车的三大核心部件，三者合称为三电系统。相较于传统燃油汽车，其具有显著的高电压、高电流特征，故而在车辆用电安全性方面有着更为严格的要求。而具有良好绝缘性与密封性的嵌塑件可将金属导体注塑镶嵌到塑料内，能够有效保障汽车内部关键金属部件之间相互绝缘，降低因高电压、高电流所带来的触电、短路、起火等相关风险，已广泛应用于新能源汽车电源管理、电压转换模块、电机控制器等三电系统。

同时，嵌塑件也有利于新能源汽车电子电气系统零部件模块化、集中化水平以及主机整体算力的有效提升，并推动整车成本的有效降低。在新能源汽车市场规模快速扩张，电子电气架构持续向域集中式、中央集中式演进的趋势下，嵌塑件作用正日益凸显，公司新能源汽车精密嵌塑件与集成模块业务未来成长空间广阔。

在汽车电子业务客户拓展方面，公司以深耕国际一流汽车零部件供应商、国内电装领域头部企业及新能源车企为主要目标，实现优质客户资源的不断扩充。由于汽车行业对于车辆安全性要求极高，下游客户在选择零部件供应商时，对供应商产品认证考核周期较长，其考核标准也极为苛刻。因此供应商但凡通过认证考核、实现合作后，下游客户出于对时间成本、产品质量风险等相关因素的考量，往往不会轻易更换供应商，故而零部件供应商与下游客户之间可形成较为稳定的合作关系。目前，公司主要客户包括博世、海拉、三菱、松下、夏普、阿尔卑斯等多家全球知名 Tier1 供应商；同时，公司也已获得中车时代等国内电装头部企业的项目定点，并已成功进入国内新能源汽车龙头企业供应链，客户项目定点所覆盖新能源车型实现逐步增加，产品类型也实现从单一产品到平台型产品的不断丰富。

在产能方面，为有效满足新能源汽车电子产品快速增长的需求，公司积极布局规模化大型生产基地，实现新增产能持续释放。2022 年，规划总建筑面积约 3.5 万平方米的东莞新生产基地已顺利投产。2023 年 4 月，规划总投资额达 6.63 亿元的慈溪新能源汽车零部件产业基地已完成结构结顶，并同步启动了智能工厂设计，预计于 2024 年上半年投产，且有望在原产能规划基础上进一步增加 40-50% 的产能提升空间。截至 2023 年 3 月，公司慈溪新生产基地未来投产后五年内已取得松下等客户定点函的对应预计年均销售金额已超过 12 亿元，公司新能源汽车电子业务产销两旺的良好发展势头未来有望延续。

2.2. 客户同步研发、一站式服务与全球化快速响应能力，铸就公司核心竞争力

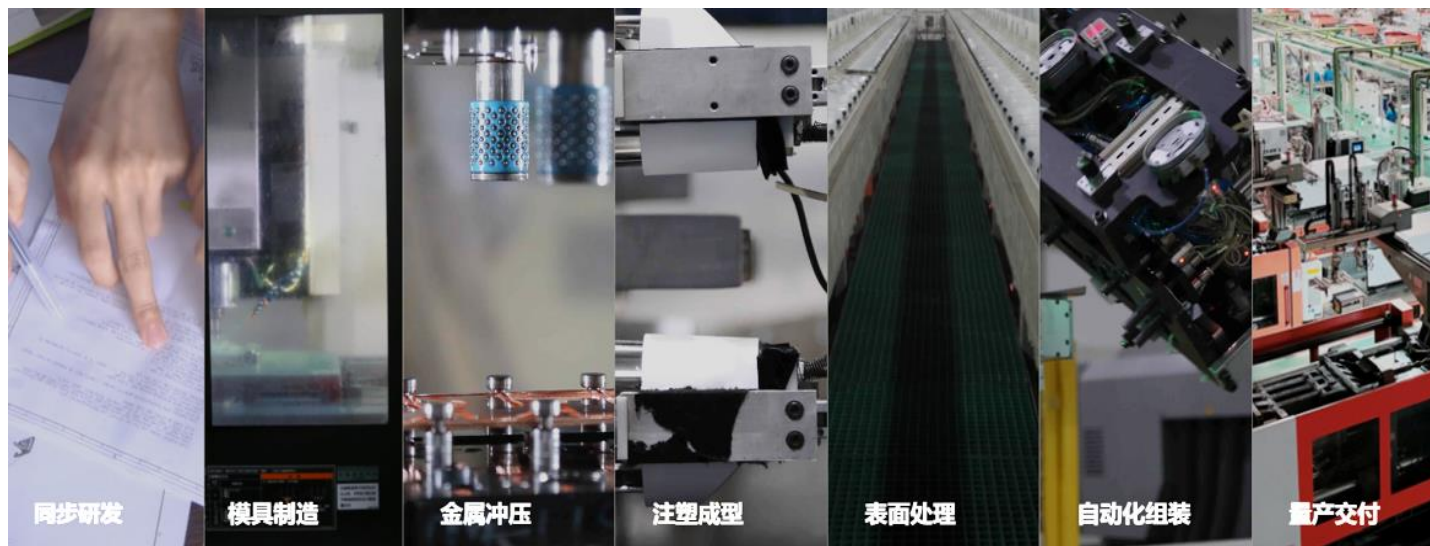
由于目前新能源汽车相关技术创新发展快速，叠加下游市场各大厂商产品定位策略不同以及市场终端需求的多样化，上游精密零部件一般难以实现标准化生产其定制化水平较高，故而

往往需要供应商同步协助设计及研发相对应产品。而随着终端产品推陈出新速度的不断加快，为了更快地占领市场、获得先发优势，下游龙头企业对于零部件供应商的同步研发能力要求也在日趋提升。

公司在业内具有较强的客户同步研发与一站式服务能力优势，可为客户提供高度定制化产品与服务，助力客户有效缩短整体应用开发周期。早在 2018 年，公司便已与头部知名 Tier1 供应商松下合作，开展同步研发新能源汽车 BMU/BDU 等模块，从而获得了相关技术先发优势，并实现客户同步研发经验的持续积累。通过不断加大在新能源汽车电装领域研发投入，公司已实现从原有零组件同步研发到目前模组同步研发的能力持续提升。

公司注重高水平研发投入，引入了海外研发高管，并大力度打造了新能源汽车专业研发团队。公司在本部及上海设有双研发中心，截至 2023 年 6 月底，公司研发团队人员达 285 人，可实现灵活配置于各业务区域现场，更好地服务于客户高度定制化同步研发需求。此外，目前国内汽车零部件市场供应商较多只单独具备冲压或注塑工艺，而公司为业内少数涵盖冲压、注塑、金属电镀、模具制造、组装等全制程工艺的零组件供应商。

图 16：公司具备客户同步研发、一站式全制程服务能力



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

同时，依托于深厚的模具技术开发与一站式的精密制造能力以及全球化产能布局，公司可实现对于客户需求的快速响应。公司也注重模具开发与整体智能制造能力的增强，目前新能源汽车业务生产线已基本实现自动化生产。此外，海外生产基地的规模化产能也可实现生产就近配套，可提供不同批量、不同价值、不同交期要求的高品质定制产品服务，高效的供应链体系下有力保障客户的订单按时交付。国际化业务布局下，公司应对全球多地、多任务、高

要求、短周期模具开发需求的响应能力持续提升，为公司与下游客户间长期稳定合作关系的建立奠定了坚实的基础。

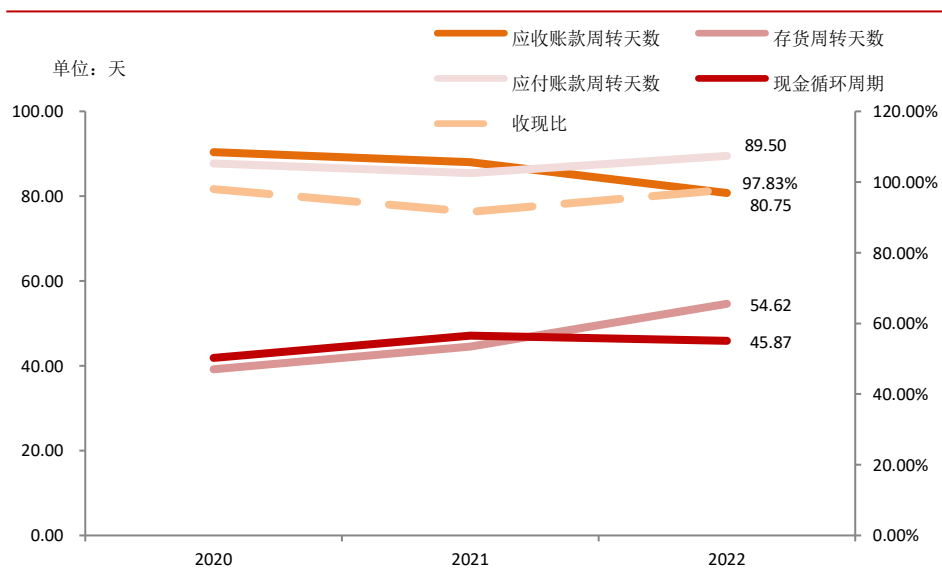
2.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力分析

2.3.1. 收现比维持良好水平，存货余额得到有效改善

2022年，公司应收账款周转天数为80.75天，近3年期间实现持续优化，较2020年有效缩短9.63天；从收现比来看，2022年为97.83%，期间内均保持在90%以上的良好水平，其中2021年收现比有所降低主要为受到疫情原因影响，应收账款有所增加导致。2022年，公司存货周转天数为54.62天，较2020年周转周期延长为15.44天，我们认为，其主要原因为受疫情反复、国际环境不稳定等因素的影响以及在客户需求较快增长的情况下，公司加强了备货力度，使得公司期末存货增长较快于营收同比增速，2022年期末存货同比增长为75.89%，全年营收同比增长为41.16%。同期，公司应付账款周转天数为89.50天，期间内基本保持稳定，较2020年略有延长1.81天。

结合前述三个周转周期运营效率指标情况，我们可计算得到2022年公司现金循环周期为45.87天，较2020年基本保持稳定，整体循环周期略有延长4.00天。截至2023年9月底，公司期末存货余额已实现较大改善，在营收期间内同比增长17.51%的情况下，存货较2022年期末数降幅达27.76%。我们认为，在公司对存货持续进行优化管理以及智能终端产品逐步恢复交付周期的情况下，公司整体运营效率未来有望实现有效提升。

图 17：2020 年-2022 年公司主要运营指标趋势



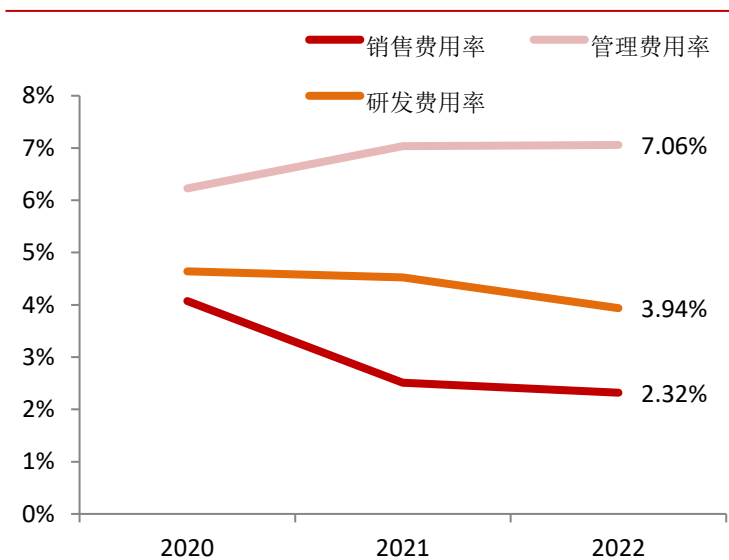
资料来源：iFind，华通证券国际研究部

2.3.2. 公司管理效率与可比公司较为接近，仍有持续优化空间

2022 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 2.32%、7.06%、3.94%。其中，研发费用率从近 3 年期间来看略有下降，较 2020 年降幅为 0.70pct。我们认为，其主要为受到公司营收规模增长较快影响，使得研发费用占比有所降低；从绝对数来看，2022 年公司研发费用投入金额近 7 千万元，仍保持着同比 22.82% 的较快增长。同期，公司管理费用率较 2020 年略有上升 0.83pct，主要增长为随着公司规模扩大与全球化业务布局的不断拓展，公司管理相关人力成本有所增长所致。销售费用率方面，实现稳步降低，较 2020 年减少 1.75pct。

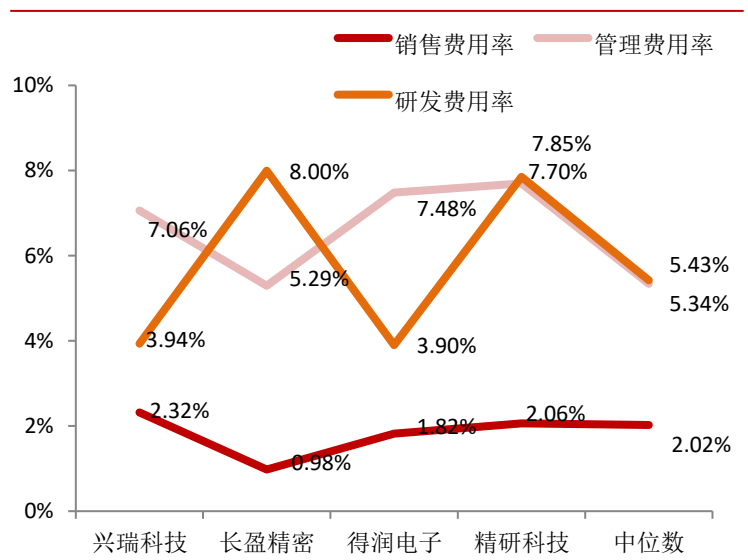
期间费用率水平行业横向对比。我们选取长盈精密、得润电子、精研科技作为可比公司，并结合申万二级消费电子行业中位数综合进行横向比较。2022 年，公司销售费用率为 2.32%，略高于行业中位数水平 2.02%，除长盈精密整体营收规模较大，销售费用率故而较低外，公司销售费用率水平与其余可比公司较为接近。同期，公司管理费用率为 7.06%，高于行业中位数水平 5.34%，也与除长盈精密外的可比公司较为接近，随着公司业务规模的进一步增长，未来仍有持续优化空间。同期，公司研发费用率为 3.94%，低于行业中位数水平 5.43%，长盈精密与精研科技的研发费率较高主要是其业务结构上与公司有所差异，公司研发费率与业务构成相似的得润电子基本相当。

图 18：2020 年-2022 年公司主要管理能力指标趋势



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

图 19：2022 年公司主要管理能力指标行业横向比较



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

2.3.3. 公司盈利能力业内领先优势显著，经营性净现金流有望持续提升

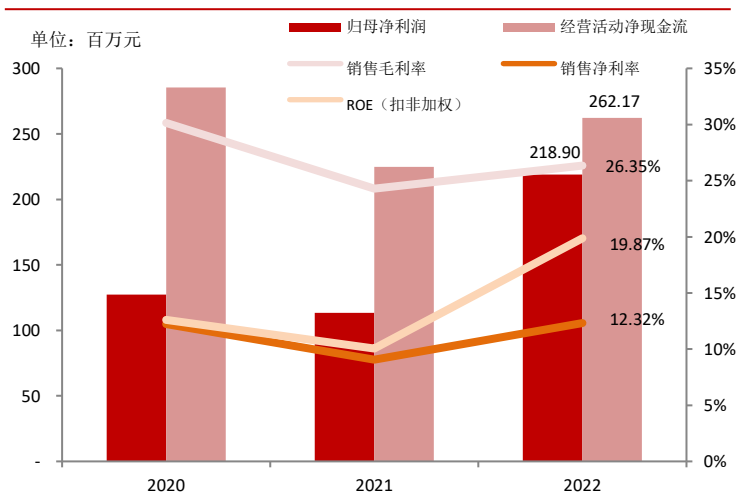
2022 年，公司销售毛利率为 26.35%，较 2020 年有所下降 3.79pct，我们认为，新能源汽车业

务已成公司第一大营收板块，其毛利率水平目前也在在各大板块中居首，未来随着其规模化产能的持续释放，有望推动公司整体毛利率的稳步增长。同期，公司实现归母净利润为 2.19 亿元，2020 年-2022 年期间 CAGR 达 31.17%。公司通过将国际先进的“阿米巴经营管理”以及“精益生产”模式与自身业务特点有机结合，叠加数字化集成管理体系不断完善与智能制造水平持续提升，共同推动了公司盈利能力的显著增强。2022 年，公司实现人均创利达 7.11 万元，同比实现高增 76%。同期，公司销售净利率为 12.32%，较 2020 年基本保持稳定。在 ROE 指标方面，近 3 年期间内实现显著提升，2022 年达 19.87%，较 2020 年增长 7.26pct，其主要受益于公司总资产周转率以及权益乘数的有效提升。

2022 年，公司经营活动净现金流为 2.62 亿元，2020 年-2022 年期间 CAGR -4.16%，略有下降。我们认为，其主要与前述期间内公司备货力度加大有关。2023 年前三季度，公司实现经营活动现金流净额为 2.75 亿元，同比实现高增 256.23%。我们认为，随着今年以来公司存货承压情况明显改善，公司经营性净现金流有望实现持续提升。

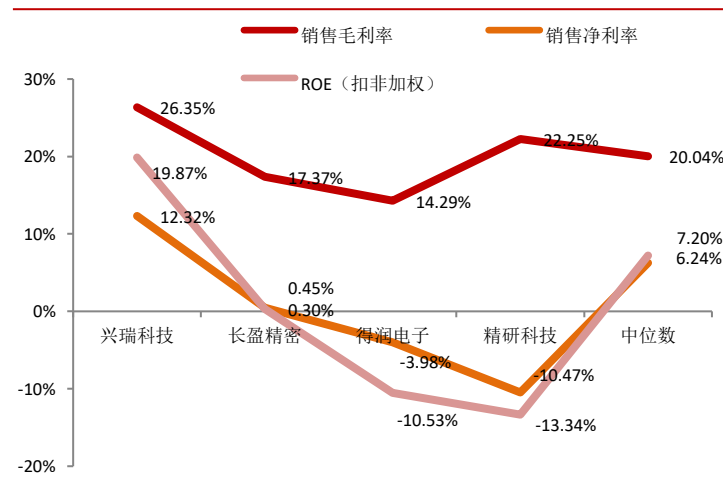
公司盈利能力水平显著高于行业中位数与各大可比公司。从行业横向比较上看，2022 年公司销售毛利率、销售净利率与 ROE 表现均显著高于行业中位数水平（行业中位数分别为 20.04%、6.24%、7.20%），我们认为，其高盈利质量一方面受益于公司与客户同步研发、一站式服务的良好业务模式，有利于提升公司整体业务价值；另一方面也与公司数字化、智能化、精细化生产管理能力较高有关。同时，从与各大可比公司相比，公司盈利能力水平也处于显著领先地位。在 2022 年多家可比公司录得负数或较低分位数销售净利率与 ROE 的情况下，公司双位数以上的销售净利率与 ROE 表现展示了其于业内领先的盈利能力。

图 20：2020 年-2022 年公司主要盈利能力指标趋势



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

图 21：2022 年公司主要盈利能力指标行业领先



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部



2.4. 2023 年-2025 年，公司分业务板块盈利预测

从公司整体上看，我们认为，通过在精密模具与精密零部件制造领域 20 余载的深耕积累，公司具备由客户同步研发、一站式服务与全球化快速响应能力所构筑的行业核心竞争力，与各大产品应用领域的全球头部企业已建立起稳定深入的合作关系。在规模化产能的持续释放与新能源汽车行业景气度有望延续的有利情况下，公司未来业绩保持较快增长的确性较高。我们按照公司主要业务板块，对 2023 年-2025 年业绩做出预测，**主要关键假设如下：**

(1) 智能终端业务：公司智能安防、智能电表系列产品均已实现规模化生产，新品目前上量顺利，整体在手订单饱满。我们认为，随着公司智能终端产品线的持续迭代与丰富，将有利于公司智能终端业务板块的长期健康发展。2023H1，公司智能终端业务受全球产业链外移、交付节奏延后影响，使得该板块业务承压。2023Q3，公司智能终端产品已逐渐恢复交付周期，营收环比已重回上升通道。我们预计，2023 年-2025 年，公司智能终端业务板块营收同比增速分别为 1.30%、13.40%、11.30%。受产品上半年延期交付影响，该板块毛利率预估在今年略有下降后随着营收规模增长有望实现稳步提升。我们预计，2023 年-2025 年，公司智能终端业务板块毛利率分别为 29.70%、30.40%、30.70%。

(2) 汽车电子业务：目前，公司主要客户包括全球多家知名 Tier1 供应商；同时，公司也已获得国内电装头部企业的项目定点，并已成功进入国内新能源汽车龙头企业供应链，客户项目定点所覆盖新能源车型实现逐步增加，产品类型也实现从单一产品到平台型产品的不断丰富。公司慈溪新能源汽车零部件产业基地有望于 2024 年上半年投产，未来投产后五年内已取得松下等客户定点函的对应预计年均销售金额已超过 12 亿元。公司与下游客户之间已形成较为稳定的合作关系，汽车电子业务未来业绩增长确定性较高，其产销两旺的良好发展势头有望延续。我们预计，2023 年-2025 年，公司汽车电子业务板块营收同比增速分别为 67.90%、35.30%、27.20%。随着产品集成化、模块化水平的进一步提升，该业务板块毛利有望持续优化。我们预计，2023 年-2025 年，公司汽车电子业务板块毛利率分别为 28.90%、29.60%、31.10%。

(3) 消费电子业务：随着近年来公司业务重点主要聚焦于新能源汽车电装及智能终端领域，消费电子业务规模或将逐步减小。我们预计，2023 年-2025 年，该业务板块营收同比增速分别为-36.80%、-23.60%、-16.20%；各年对应毛利率预计分别为 19.80%、20.10%、20.20%。

(4) 模具业务：考虑到公司模具业务规模与智能终端、汽车电子等业务发展密切相关，我们预计，2023 年-2025 年，该业务板块营收同比增速分别为 62.70%、30.10%、22.00%；各年对



应毛利率预计分别为 30.20%、31.10%、31.40%。

基于以上假设,我们预测 2023 年-2025 年公司营业收入合计分别为 22.34、27.93、34.04 亿元,同比增长分别为 26.43%、25.02%、21.86%,整体毛利率水平分别为 27.14%、27.60%、28.16%。

表 2: 2023 年-2025 年公司分业务板块盈利预测

板块 (单位: 百万元)	项目	2022	2023E	2024E	2025E
智能终端	营业收入	782.70	792.88	899.12	1,000.72
	YOY	46.60%	1.30%	13.40%	11.30%
	毛利率	30.09%	29.70%	30.40%	30.70%
汽车电子	营业收入	627.51	1,053.60	1,425.51	1,813.25
	YOY	59.02%	67.90%	35.30%	27.20%
	毛利率	28.02%	28.90%	29.60%	31.10%
消费电子	营业收入	165.39	104.53	79.86	66.92
	YOY	3.67%	-36.80%	-23.60%	-16.20%
	毛利率	19.49%	19.80%	20.10%	20.20%
模具产品	营业收入	58.34	94.92	123.49	150.66
	YOY	-26.25%	62.70%	30.10%	22.00%
	毛利率	26.13%	30.20%	31.10%	31.40%
公司整体合计	营业收入	1,767.13	2,234.22	2,793.13	3,403.77
	YOY	41.16%	26.43%	25.02%	21.86%
	毛利率	26.35%	27.14%	27.60%	28.16%

资料来源: iFind, 华通证券国际研究部

2.5. 2023 年-2025 年, 公司整体业绩预测

参考公司过往三年的期间费用率趋势,同时考虑到公司营收保持较快增长所带来的良好规模效应,我们预测,2023 年-2025 年,公司销售费用率分别为 2.10%、1.90%、1.75%;管理费用率分别为 6.80%、6.60%、6.55%。在研发费用支出方面,随着公司与客户同步研发力度的加大,以及新能源汽车电装业务及智能终端产品线持续迭代与丰富,我们预测,公司研发投入力度将进一步加强,预计各年公司研发费用率分别为 4.10%、4.30%、4.40%。

基于以上假设,进而我们测算得到 2023 年-2025 年公司归母净利润分别为 2.65、3.46、4.41 亿元,同比增长分别为 21.10%、30.41%、27.54%;EPS 分别为 0.89、1.16、1.48 元/股(公司



预测期间详细财务报表和主要财务指标数据请见报告正文末附表)。

3.公司估值分析

3.1. 公司相对估值：目前低于近三年估值中枢，处于行业偏上估值水平

以 2023 年 12 月 8 日公司收盘价为基准（以下涉及公司收盘价参与计算的相关指标选用基准时点相同），根据前述公司整体业绩预测，我们测算得到 2023 年公司对应的 P/E、P/S、P/B 分别为。

表 3：2023 年-2025 年公司相对估值模型预测数

项目	2022	2023E	2024E	2025E
P/E	33.31	27.51	21.09	16.54
P/S	4.13	3.26	2.61	2.14
P/B	5.81	4.97	4.18	3.48

资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

从时间维度上看，当前公司 PE (TTM) 相对估值水平为 27.50，估值较低于公司近三年以来的估值中枢 33.83，当前分位数为 13.75%。

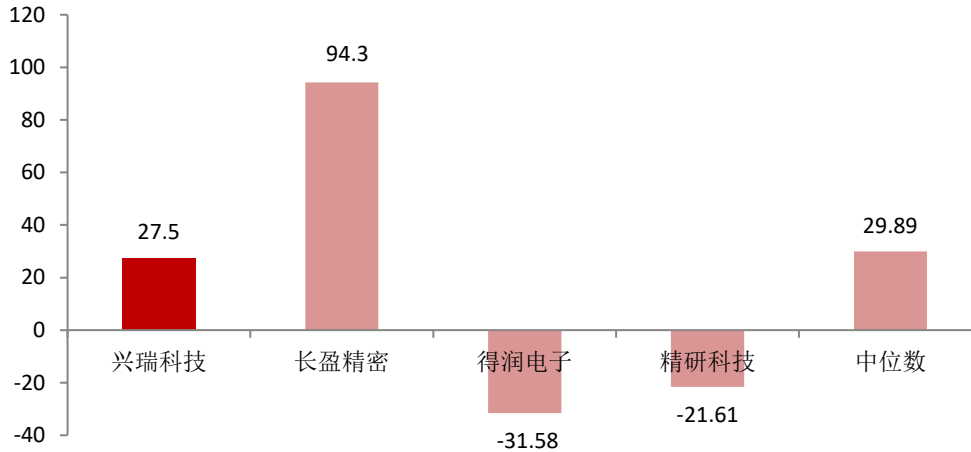
图 22：公司当前 P/E (TTM) 估值水平较低于近三年来估值中枢



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

从行业横向比较来看，公司目前估值水平低于申万二级消费电子行业中位数 29.89；同时，与可比公司相比，与同期实现盈利的长盈精密 94.30 的 PE (TTM) 相比，公司目前估值水平也相对较低。

图 23：目前 P/E (TTM) 估值水平行业横向比较



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

在申万二级消费电子行业中，以 2023 年预测期对应行业 P/E 平均值 35.12 为基准，同时考虑公司客户同步研发、一站式服务与全球化快速响应能力竞争优势与未来业务预期较高成长性的估值溢价，我们给予公司 32-35 倍 PE 估值，结合对应 2023 年公司 EPS 预测数：0.89 元/股，从而得到公司合理股价区间为 28.49 元至 31.16 元。

3.2. 公司绝对估值：DCF 模型估值分析

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值，相关主要**关键假设**如下：

- (1). 无风险利率 R_f ：以近期我国十年期国债收益率水平为基准，预计为 2.72%；
- (2). 股权市场风险溢价：以 2023 年 7 月 Damodaran 最新公布的中国权益市场风险溢价数据 6.07%为基准；
- (3). Beta：通过上市以来历史数据表现回归测算公司个股 Beta 值为 1.0762；
- (4). 税后债务资本成本 K_d ：以人民银行最新公布的 5 年期以上 LPR 为基准，结合公司实际税率，预计为 3.84%；
- (5). 永续增长率 g ：预计为 3.40%；



(6). 公司快速增长期假设为 2022-2031 年，分为两个阶段，在维持 10 年之后进入永续增长阶段。

基于以上假设，我们测算得到公司 WACC 为 8.59%，对应预测各年 FCFE 后，进而得出公司整体估值为 99.20 亿元，对应每股内在价值为 33.31 元，该测算每股内在价值高于前述 PE 估值模型我们给予的合理股价区间（28.49 元至 31.16 元）。

表 4：采用 DCF 估值模型，公司股权价值测算

FCFE 估值	现金流折现值 (百万元)
第一阶段(2023E-2025E)	554.89
第二阶段(2026E-2032E)	2,279.88
第三阶段 (终值)	7,119.61
企业价值 AEV	9,954.37
加：非核心资产	66.00
减：带息债务(账面价值)	101.08
减：少数股东权益	-0.65
股权价值	9,919.95
除：总股本(百万股)	297.77
每股价值(元)	33.31

资料来源：iFind，华通证券国际研究部

表 5：DCF 估值模型股价敏感性测试分析

敏感性测试结果	永续增长率				
	2.40%	2.90%	3.40%	3.90%	4.40%
WACC					
7.59%	35.63	38.52	42.09	46.62	52.58
8.09%	32.16	34.45	37.23	40.67	45.04
8.59%	29.26	31.11	33.31	35.99	39.30
9.09%	26.80	28.31	30.10	32.22	34.80
9.59%	24.69	25.95	27.41	29.12	31.17

资料来源：iFind，华通证券国际研究部

4. 公司未来六个月内投资建议

4.1. 公司股价催化剂分析

行业加速向集成化、模块化发展，公司已形成业内领先的模组同步研发能力，先发优势下有



望进一步抢占市场份额。随着整车电子电气功能的不断丰富，分布式电子电气架构下，单车电子控制单元数量大幅增加，其使得整个系统缺乏兼容性与扩展性的同时，也导致了整车成本的持续增加。传统的分布式电子电气架构已不能满足汽车电动化、智能化、网联化快速发展的需要，汽车电子电气架构正在向域集中式、中央集中式持续演进。

公司在业内具有较强的客户同步研发与一站式服务能力优势，可为客户提供高度定制化的产品和服务，助力客户有效缩短整体应用开发周期。早在 2018 年，公司便已与头部知名 Tier1 供应商松下合作，开展同步研发新能源汽车 BMU/BDU 等模块，从而获得了相关技术先发优势，并实现同步研发经验的持续积累。目前，通过在新能源汽车电装领域大力度的研发投入，公司已实现从原有零组件到目前模组同步研发的能力提升，先发优势下公司有望进一步增强产品与服务竞争力、抢占市场份额。

慈溪新生产基地有望于明年上半年迎来产能释放，新能源汽车电子业务产销两旺的良好发展势头有望延续。在订单化生产模式下，2022 年公司汽车电子产品产能利用率已达 84.80%，实际已基本达到满负荷生产状态，慈溪新生产基地未来的产能释放将有利于公司新能源汽车电子业务突破目前产能瓶颈，提升规模化优势与市场竞争力。2023 年 4 月，慈溪新能源汽车零部件产业基地已完成了主体结构封顶，并同步启动了智能工厂设计，预计将于 2024 年上半年投产，且有望在原产能规划基础上进一步增加 40-50% 的产能提升空间。未来相关产能消化方面，截至 2023 年 3 月，公司慈溪新生产基地未来投产后五年内已取得松下等客户定点函的对应预计年均销售金额已超过 12 亿元，公司未来新能源电子业务产销两旺的良好发展势头有望延续。

4.2. 公司未来六个月内目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂等相关利好因素，我们给予公司 2023 年 33 倍 P/E 估值，对应未来六个月内的目标价为 29.38 元。

5. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平，结合公司未来六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。



华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生电子指数；美股基准为标普 500 指数。

6.风险提示

下游需求不及预期风险：公司目前业务重点聚焦于新能源汽车电装及智能终端领域，若未来相关新能源汽车补贴政策调整或全球智能终端消费市场持续疲软、需求不及预期，可能会对公司未来的业绩增长产生不利影响。

产能扩张不及预期风险：目前公司产能已基本饱和，若未来新生产基地建设与产能扩张不及预期，可能会对公司业务成长性带来不利影响。

大宗商品价格波动风险：公司产品上游主要原材料为钢材、铜材、铝材、塑胶等大宗商品，其受周期性影响的原材料价格波动可能会对公司经营业绩的确定性带来不利影响。



附表：财务报表预测与主要财务比率 (单位：百万元)

资产负债表	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	417	509	712	1,007
应收票据及账款	455	569	696	830
预付账款	0	1	1	1
其他应收款	18	24	29	36
存货	252	255	294	328
其他流动资产	51	65	85	111
流动资产总计	1,192	1,422	1,817	2,312
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	443	458	607	581
在建工程	72	207	122	179
无形资产	101	86	72	57
其他非流动资产	40	40	40	40
非流动资产合计	713	839	880	895
资产总计	1,905	2,261	2,697	3,208
应付票据及账款	416	490	589	697
其他流动负债	124	151	188	227
流动负债合计	570	729	903	1,075
长期借款	71	58	44	31
其他非流动负债	9	9	9	9
非流动负债合计	80	67	53	40
负债合计	650	796	957	1,115
股本	298	298	298	298
资本公积	367	367	367	367
留存收益	591	803	1,080	1,432
归属母公司权益	1,256	1,468	1,745	2,097
少数股东权益	-1	-3	-4	-4
股东权益合计	1,255	1,465	1,740	2,093
负债和股东权益合计	1,905	2,261	2,697	3,208

现金流量表	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	218	259	341	436
折旧与摊销	56	57	69	62
投资损失	0	-	-	-
营运资金变动	-19	-21	-36	-29
其他经营现金流	31	4	4	5
经营性现金净流量	255	302	382	479
资本支出	215	255	242	245
其他投资现金流	-3	30	42	38
投资性现金净流量	-283	-198	-129	-101
短期借款	30	58	38	24
长期借款	69	-13	-14	-13
其他筹资现金流	-90	-57	-74	-93
筹资性现金净流量	23	-12	-50	-82
现金流量净额	12	92	203	295

利润表	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,767	2,234	2,793	3,404
营业成本	1,301	1,628	2,022	2,445
税金及附加	9	13	17	21
销售费用	41	47	53	60
管理费用	125	152	184	223
研发费用	70	92	120	150
财务费用	-32	4	5	5
资产减值损失	-6	-9	-11	-14
信用减值损失	-0	-3	-4	-5
投资收益	-0	-	-	-
公允价值变动损益	-10	-	-	-
其他收益	3	3	4	5
营业利润	240	290	381	487
利润总额	235	290	381	487
所得税	17	28	36	46
净利润	218	262	345	441
少数股东损益	-1	-3	-1	0
归属母公司股东净利润	219	265	346	441
EBITDA	259	351	455	554
NOPLAT	203	266	349	445
EPS(元)	0.74	0.89	1.16	1.48

主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营收增长率	41.2%	26.4%	25.0%	21.9%
营业利润增长率	95.8%	20.9%	31.3%	28.0%
EBIT 增长率	58.6%	44.9%	31.1%	27.6%
EBITDA 增长率	43.8%	35.2%	29.7%	21.8%
归母净利润增长率	93.0%	21.1%	30.4%	27.5%
经营现金流增长率	17.1%	18.3%	26.6%	25.3%
盈利能力				
毛利率	26.4%	27.1%	27.6%	28.2%
净利率	12.3%	11.7%	12.3%	13.0%
营业利润率	13.6%	13.0%	13.6%	14.3%
ROE	17.4%	18.1%	19.8%	21.0%
ROA	11.5%	11.7%	12.8%	13.7%
ROIC	27.5%	25.3%	28.0%	32.3%
估值倍数				
P/E	33.31	27.51	21.09	16.54
P/S	4.13	3.26	2.61	2.14
P/B	5.81	4.97	4.18	3.48
EV/EBIT	32.23	24.03	17.96	13.57
EV/EBITDA	25.22	20.16	15.23	12.05
EV/NOPLAT	32.28	26.60	19.86	15.01

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。