

消费电子组件

兴瑞科技（002937.SZ）

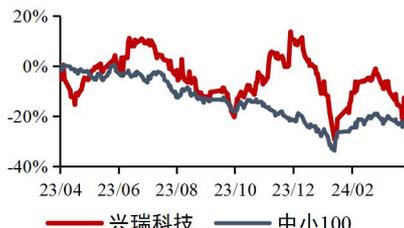
买入-A(首次)

深耕精密制造，汽车电子驱动公司稳健增长

2024年4月22日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



投资要点：

公司发布 2023 年年报，同时发布 2024 年财务预算报告。2023 公司实现营业收入 20.06 亿元，同比增长 13.51%；归母净利润 2.67 亿元，同比增长 21.99%；扣非后归母净利润 2.63 亿元，同比增长 15.10%。公司公告 2024 年财务预算预测销售收入及净利润增长范围 15%-40%。

市场数据：2024 年 4 月 19 日

收盘价（元）：	20.11
总股本（亿股）：	2.98
流通股本（亿股）：	2.95
流通市值（亿元）：	59.42

基础数据：2023 年 12 月 31 日

每股净资产（元）：	5.14
每股资本公积（元）：	1.26
每股未分配利润（元）：	2.37

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

事件点评：

➤ 公司专注于各类精密零组件的研发、制造和销售，产品主要应用于智能终端、汽车电子和消费电子三大领域。经 20 余年发展积累，公司产品已经覆盖下游头部客户包括康普、博世、日本松下、SONY、韩国三星等海外优质企业。传统业务紧握智能网联、网通客户产业链，不断拓宽产品矩阵，从智能机顶盒、智能网关扩展至智能音箱、智能穿戴、智能路由器等领域。汽车电子业务从零组件向集成化发展，嵌塑件开启公司新增长极。公司凭借核心一体化集成解决方案设计与生产能力，实现了从零件到模组的不断升级，海外优质客户资源丰富，并同步扩展国内新能源车企。

➤ 公司营收及净利润增速保持稳定，经营发展稳健，23 年受下游行业需求减弱影响，营收及净利润增速较 22 年有所放缓。分业务来看，2023 年汽车电子业务客户逐渐导入，汽车电子业务营收 10.05 亿元，同比增长 60.2%，毛利率 31.43%，同比提升 3.41pct；智能终端营收 5.74 亿元，同比下降 26.7%，毛利率 30.21%，同比提升 0.12pct，2023 年出货量受到下游客户去库存影响略有下降。总体收入受智能终端需求不及预期影响，增速有所放缓，但汽车电子业务维持高增，后续有望持续超预期。

➤ 展望未来，汽车电子扩产驱动收入高增长，智能终端受益于 AI 需求打开第二成长曲线。公司汽车电子业务导入优质海外新能源客户，新增订单较为确定，汽车电子结构件产能有序扩张，预计未来汽车电子业务增速将继续保持。智能终端在 23 年行业去库存后，24 年有望重回增长，AI 对智能终端赋能也将扩大行业市场空间。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2024-26 年净利润 3.66/4.72/5.69



亿元，同比增长 37.0%/29.0%/20.7%，对应 EPS 为 1.23/1.58/1.91 元，PE 为 16.4/12.7/10.5 倍，考虑公司汽车电子高速成长，智能终端业务逐渐恢复，营收利润稳定增长，因此首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示：

- **宏观经济波动风险：**国际与国内经济面临挑战，公司下游需求主要来自消费电子终端及汽车，受经济波动影响较为明显，经济复苏的不确定性会直接影响公司需求。
- **主要原材料价格上行风险：**公司制造成本中原材料占比较高，受原材料价格波动影响，可能影响公司产品盈利水平。
- **市场竞争加剧风险：**公司产品下游主要为消费电子、通信、汽车电子，行业竞争对手较多，产品更新换代对技术要求高，导致行业竞争格局不稳定，如公司技术研发不及预期，则有市场份额下降的风险。
- **汇率风险：**公司外销收入比例较高，汇率波动对公司利润有一定影响。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,767	2,006	2,682	3,393	3,963
YoY(%)	41.2	13.5	33.7	26.5	16.8
净利润(百万元)	219	267	366	472	569
YoY(%)	93.0	22.0	37.0	29.0	20.7
毛利率(%)	26.4	26.9	28.6	28.8	28.5
EPS(摊薄/元)	0.74	0.90	1.23	1.58	1.91
ROE(%)	17.3	17.4	19.3	20.2	19.9
P/E(倍)	27.4	22.4	16.4	12.7	10.5
P/B(倍)	4.8	4.1	3.3	2.7	2.2
净利率(%)	12.4	13.3	13.6	13.9	14.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 兴瑞电子：深耕精密制造，创新驱动服务智能汽车电装.....	4
2. 订单充足，汽车电子助力净利润稳定增长.....	6
3. 风险提示.....	10

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	4
图 2： 公司股权结构（截至 2024 年 2 月 8 日）.....	5
图 3： 公司主要产品.....	5
图 4： 公司营收及同比.....	7
图 5： 公司归母净利润及同比.....	7
图 6： 公司营收分产品占比.....	8
图 7： 公司分产品毛利率(单位：%).....	8
图 8： 公司分区域营收占比.....	9
图 9： 公司分区域毛利率(单位：%).....	9
图 10： 公司毛利率净利率(单位：%).....	9
图 11： 公司期间费用率(单位：%).....	9

1. 兴瑞电子：深耕精密制造，创新驱动服务智能汽车电装

宁波兴瑞电子科技有限公司成立于 2001 年 12 月 27 日,前身为 1990 年创立的慈溪市高王中兴电子器材厂,于 2018 年 9 月 26 日在深圳证券交易所中小企业板上市。公司深耕于精密制造业长达三十余年,为客户提供连接器、屏蔽罩、散热片、支撑件、外壳、调节器和整流桥等精密电子零部件产品及模具产品,产品广泛覆盖汽车电子和智能终端等领域。公司具备同步研发、模具制造、金属冲压、注塑成形、表面处理、自动化组装及量产交付的一站式、全制程交付能力,为客户提供高度定制化的产品和服务。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司股权相对集中，管理经验丰富。张忠良先生为兴瑞科技创始人，硕士毕业于新加坡南洋理工大学，在精密结构件业务上有超 30 年的经验，并在二十多年来成功带领公司多次转型发展，从消费电子市场逐渐拓展至智能终端、汽车电子、新能源汽车等高成长空间市场。张忠良先生目前担任公司董事长，且与其三位直系亲属张华芬、张瑞琪、张哲瑞一同构成公司的共同实际控制人。

公司目前在浙江宁波、江苏苏州、江苏无锡、广东东莞设有制造工厂，旗下现有宁波中瑞、慈溪中骏、苏州中兴联、无锡瑞特、东莞中兴瑞五家境内子公司，同时在境外拥有香港兴瑞、兴瑞（中国）、CPTS 三家全资子公司及越南兴瑞一家全资孙公司。利用各地资源、政策优势

协同发展。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 2 月 8 日）

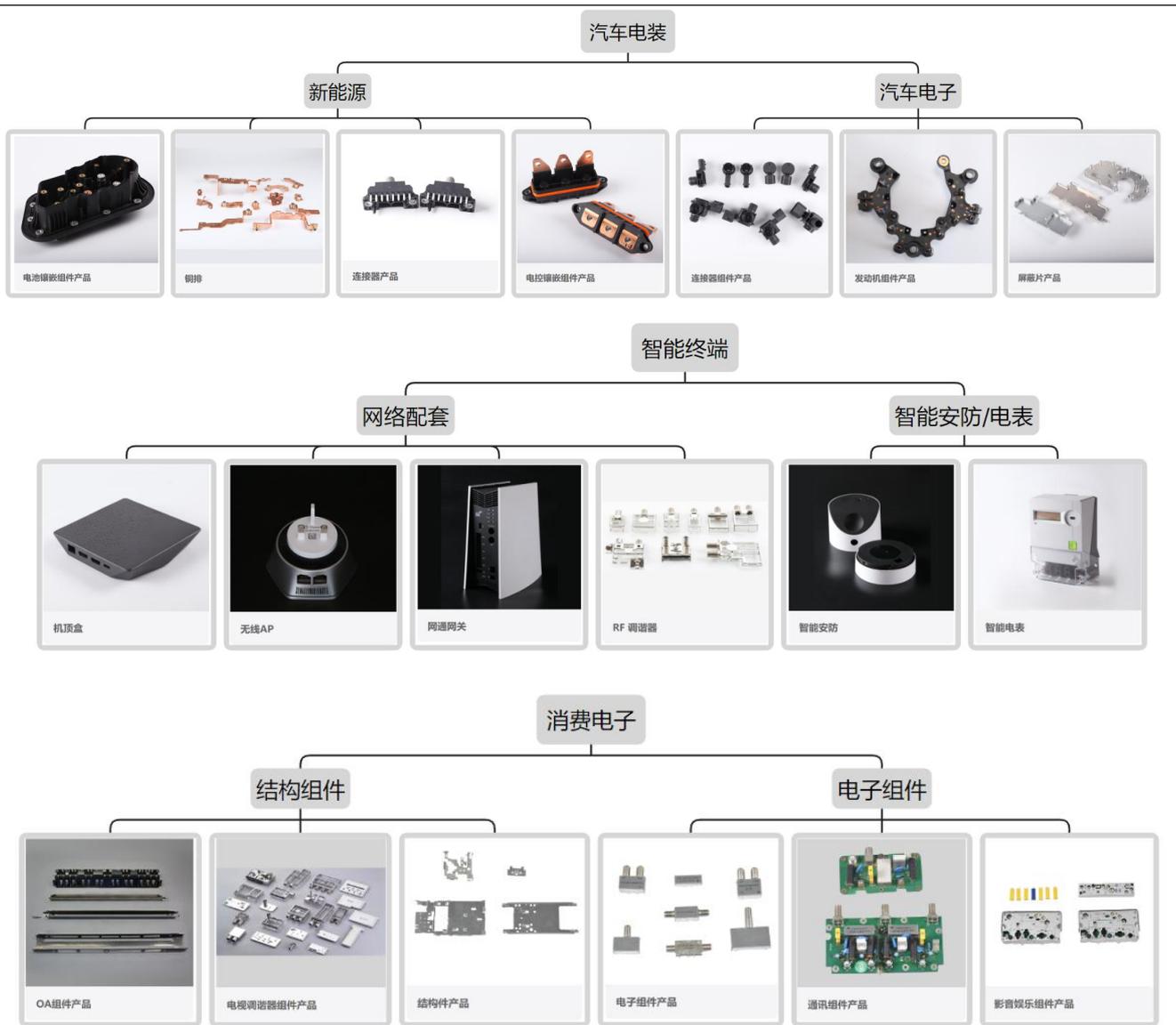


资料来源：wind，山西证券研究所

公司产品主要用于汽车电子、智能终端、消费电子、OA 设备、家电等领域。主要产品为精密冲压 / 注塑模具、电子连接器、精密电子结构件、电子产品注塑外壳、整流桥和调节器嵌塑零部件等产品。成本控制优秀，产品质量达到市场领先水平。

公司重视模具技术，具备与客户同步研发、模具设计与制造、自动化冲压、精密注塑、表面处理、组装等全制程生产能力。公司具有较强的自主创新能力，截止 2023 年底，共持有发明专利和实用新型专利共计 126 项。公司在研发技术及工艺方面长期积累，能力具有较强延展性，终端产品可覆盖多行业多品类，公司市场空间广泛。

图 3：公司主要产品

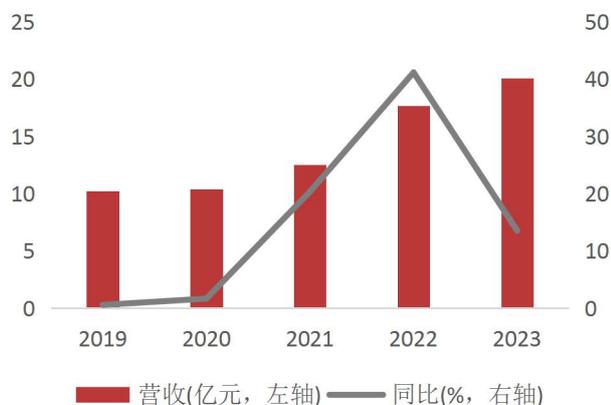


资料来源：公司官网，山西证券研究所

2. 订单充足，汽车电子助力净利润稳定增长

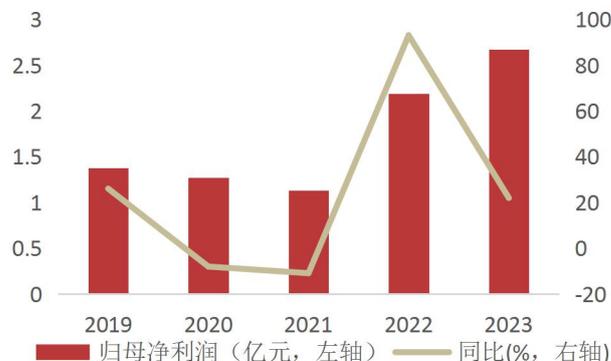
2023 年公司营收及归母净利润保持小幅度增长，增长速度有一定放缓。2019-2023 年公司营收分别 10.23/10.40/12.52/17.67/20.06 亿元，同比分别 0.55%/1.65%/20.32%/41.16%/13.51%；2019-2023 年归母净利润分别 1.38/1.27/1.13/2.19/2.67 亿元，同比 26.04%/-7.98%/-10.87%/93.03%/21.99%，公司营收及净利润增速保持稳定，经营发展稳健，23 年受下游行业需求减弱影响，营收及净利润增速较 22 年有所放缓。

图 4：公司营收及同比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：公司归母净利润及同比



资料来源：wind，山西证券研究所

公司营收主要由智能终端、消费电子、汽车电子等领域构成，近年来汽车领域的成长已成为公司发展的主要动力。2023 年智能终端、消费电子、汽车电子及其他业务收入占比分别为 28.6%/5.6%/50.1%/15.7%，相较于 2022 年收入占比，汽车电子收入占比提升 18.8pct，已成为公司第一大产品品类。

公司汽车电子产品主要是汽车电装。汽车电装是车体汽车电子装置和车载汽车电子装置的总称，包括电池控制系统、车身电子控制系统、电机控制系统、智能座舱及智能网联电动车内的各式应用等。公司自主设计、制造电池、电控镶嵌组件，连接器，屏蔽片等产品，立足海外大客户，当前也逐步突破国内汽车客户。2023 年汽车电子业务营收 10.05 亿元，同比增长 60.2%，同时毛利率 31.43%，同比提升 3.41pct。

公司在新能源汽车领域的电装系统产品受益于其多年模具和技术工艺的积累，特别是公司同时具有在塑料及金属材料的结构件设计、制造能力，在国内具有一定技术壁垒。公司汽车电子业务从无到有，早期与松下合作开发，实现新能源车 BMU/BDU 模块技术的积累，实现了从无到有的生产能力，获得了顶级品牌客户的认可。随着新能源汽车电驱动系统的集成化和高压化，市场对精密镶嵌注塑件和集成模块的需求增大，汽车行业要求零部件有更高的精度和更新速度。

公司电装产品通过模块化和集成化，有效降低汽车结构件生产成本，提高模块的安全性和可靠性，从而推动汽车行业向集成化和模块化方向发展。公司将慈溪新能源汽车零部件产业基地的总投资额从 3.93 亿元增加到 6.63 亿元，并启动智能工厂设计，预计在 2024 年二季度提

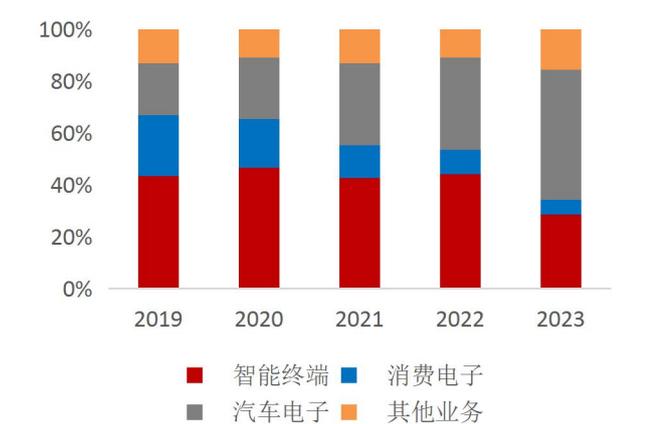
前投产，投产后可提高产能，扩大成本优势。

公司在智能终端产品领域，以机构组件为核心，深耕于智能机顶盒、网通网关等行业。2023 年智能终端营收 5.74 亿元，同比下降 26.7%，毛利率 30.21%，同比提升 0.12pct，2023 年出货量受到下游客户去库存影响略有下降。公司下游客户涵盖康普、北美电信、萨基姆、特艺等全球智能机顶盒领域头部厂商，2023 年下游客户持续去库存，对智能终端业务需求有较大影响，伴随去库存接近尾声，2024 年行业有望重回增长。

同时公司智能终端品类在持续扩展，积极向智能安防、智能电表等方向延伸，产品矩阵由单功能结构组件向结构模组升级，例如新增智能电表系列产品已顺利实现量产。随着智能化和新基建的加速推进，5G、Wi-Fi 6、物联网和人工智能 AI 等技术向智能家居领域延伸，智能家居市场呈现蓬勃发展态势。根据 TechInsights 预测，2024-2028 年全球智能家居主要设备消费支出有望实现快速增长，总体支出 CAGR 预计 8%，2028 年可增长至 1910 亿美元。后续公司伴随 AI 等新技术的加速普及，新的智能终端将成为未来增长点，公司将紧跟行业趋势，积极探索业务扩展机会。

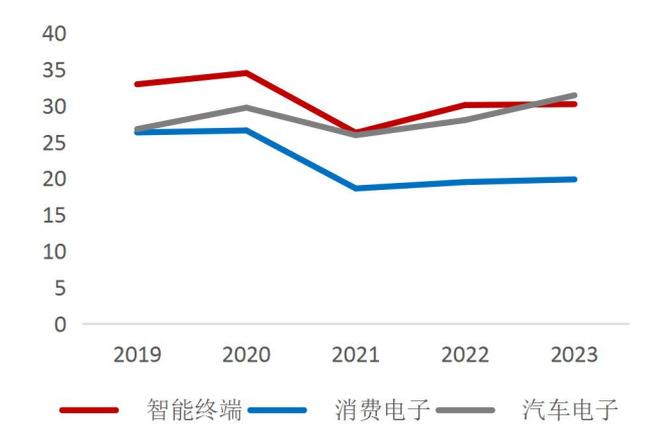
公司消费电子业务主要产品包括 OA 零组件、服务器结构件、消费电子结构件等。公司消费电子业务较为稳定，客户需求稳健，预计伴随其他业务收入增速保持高增，公司消费电子业务收入占比将持续减小。

图 6：公司营收分产品占比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：公司分产品毛利率(单位：%)

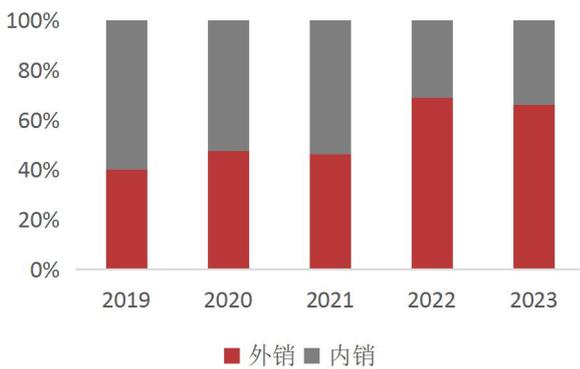


资料来源：wind，山西证券研究所

分区域来看，公司外销占比 2022 年开始显著提升，2023 年外销占比 66%。2019-2023 年公司外销分别 4.09/4.95/5.78/12.20/13.26 亿元。毛利率方面，海外毛利率高于国内，2023 年海

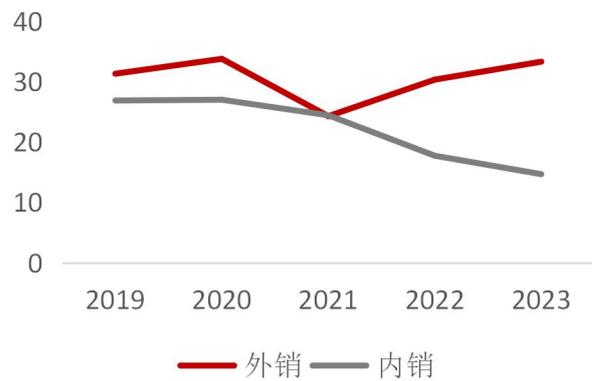
外业务毛利率持续提升，国内业务毛利率有一定下滑，其中 2019-2023 年外销毛利率分别为 31.23%/33.69%/24.21%/30.25%/33.22%。收入及毛利率变化的核心因素是公司汽车业务收入快速提升，汽车电子业务客户主要以海外厂商为主，且产品难度大，盈利能力较好，毛利率高于平均毛利率。

图 8：公司分区域营收占比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：公司分区域毛利率(单位：%)



资料来源：wind，山西证券研究所

2021 年后公司毛利率净利率均稳步提高，同时费用率稳步控制。2019-2023 年公司毛利率分别 28.57%/30.15%/24.29%/26.35%/26.91%，毛利率较为稳定，21 年由于行业需求下降导致毛利率下滑，而后续 22-23 年汽车电子及智能终端新品改善产品结构，毛利率持续优化。2019-2023 年公司净利率分别为 13.51%/12.23%/9.06%/12.32%/13.28%，产品结构的改善对净利率的提升也较为明显。期间费用率方面，整体趋于稳定，并且伴随营收增长费用率逐渐下降。

图 10：公司毛利率净利率(单位：%)

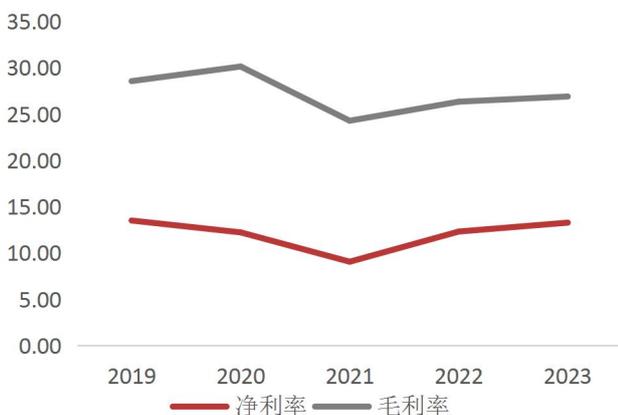
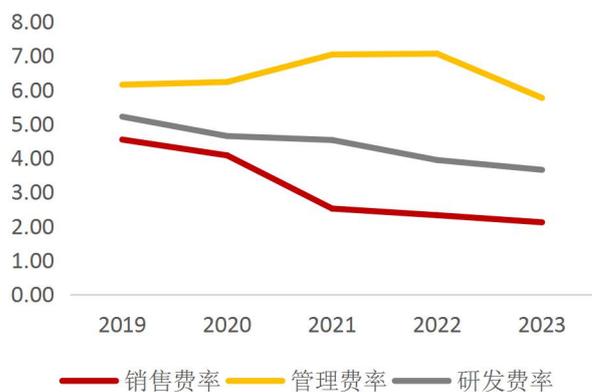


图 11：公司期间费用率(单位：%)



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

3. 风险提示

宏观经济波动风险：国际与国内经济面临挑战，公司下游需求主要来自消费电子终端及汽车，受经济波动影响较为明显，经济复苏的不确定性会直接影响公司需求。

主要原材料价格上行风险：公司制造成本中原材料占比较高，受原材料价格波动影响，可能影响公司产品盈利水平。

市场竞争加剧风险：公司产品下游主要为消费电子、通信、汽车电子，行业竞争对手较多，产品更新换代对技术要求高，导致行业竞争格局不稳定，如公司技术研发不及预期，则有市场份额下降的风险。

汇率风险：公司外销收入比例较高，汇率波动对公司利润有一定影响。

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1192	1535	1971	2242	2769
现金	417	641	738	924	1192
应收票据及应收账款	443	421	651	706	880
预付账款	0	1	1	2	2
存货	252	197	282	322	386
其他流动资产	80	274	298	289	309
非流动资产	713	994	1167	1338	1449
长期投资	39	71	104	137	171
固定资产	418	432	588	730	812
无形资产	101	111	123	134	144
其他非流动资产	155	379	351	337	322
资产总计	1905	2529	3138	3580	4218
流动负债	570	591	900	980	1163
短期借款	30	0	0	0	0
应付票据及应付账款	416	453	641	740	879
其他流动负债	124	138	259	241	284
非流动负债	80	407	341	275	201
长期借款	50	385	319	252	178
其他非流动负债	30	23	23	23	23
负债合计	650	998	1242	1255	1364
少数股东权益	-1	-0	-1	-2	-4
股本	298	298	298	298	298
资本公积	367	376	376	376	376
留存收益	612	790	1049	1398	1849
归属母公司股东权益	1256	1531	1897	2327	2858
负债和股东权益	1905	2529	3138	3580	4218

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	262	432	337	552	599
净利润	218	266	365	471	568
折旧摊销	56	69	75	90	113
财务费用	-32	-9	4	1	-5
投资损失	0	-4	-5	-5	-3
营运资金变动	-19	79	-106	-9	-78
其他经营现金流	38	31	3	4	5
投资活动现金流	-283	-521	-246	-260	-225
筹资活动现金流	23	298	6	-106	-106
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.90	1.23	1.58	1.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	1.45	1.13	1.85	2.01
每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.88	6.11	7.55	9.33

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1767	2006	2682	3393	3963
营业成本	1301	1466	1915	2416	2833
营业税金及附加	9	11	16	19	22
营业费用	41	42	67	85	93
管理费用	125	116	161	204	218
研发费用	70	73	102	129	151
财务费用	-32	-9	4	1	-5
资产减值损失	-6	-9	-10	-14	-16
公允价值变动收益	-10	-2	-3	-4	-5
投资净收益	-0	4	5	5	3
营业利润	240	306	408	526	634
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	6	3	2	3	3
利润总额	235	303	406	523	631
所得税	17	37	41	52	63
税后利润	218	266	365	471	568
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	219	267	366	472	569
EBITDA	284	378	472	597	719

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	41.2	13.5	33.7	26.5	16.8
营业利润(%)	95.8	27.5	33.3	28.9	20.6
归属于母公司净利润(%)	93.0	22.0	37.0	29.0	20.7
获利能力					
毛利率(%)	26.4	26.9	28.6	28.8	28.5
净利率(%)	12.4	13.3	13.6	13.9	14.4
ROE(%)	17.3	17.4	19.3	20.2	19.9
ROIC(%)	15.4	14.0	15.4	17.0	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	34.1	39.5	39.6	35.1	32.3
流动比率	2.1	2.6	2.2	2.3	2.4
速动比率	1.6	2.2	1.9	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.5	4.6	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	3.8	3.4	3.5	3.5	3.5
估值比率					
P/E	27.4	22.4	16.4	12.7	10.5
P/B	4.8	4.1	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	19.9	14.6	11.5	8.7	6.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

