

捷众科技 (873690)

汽车精密注塑件专精特新“小巨人”，新能源智造项目放量可期

买入 (首次)

2024年07月26日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 余慧勇

执业证书: S0600122080038

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	195.38	231.19	294.20	363.20	482.44
同比	13.25	18.33	27.26	23.45	32.83
归母净利润 (百万元)	37.56	39.85	52.70	62.75	87.20
同比	25.11	6.10	32.24	19.08	38.95
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.57	0.60	0.79	0.95	1.32
P/E (现价&最新摊薄)	20.12	18.97	14.34	12.04	8.67

投资要点

■ **汽车精密注塑件专精特新“小巨人”，三大业务并驾齐驱。**捷众科技成立于2004年，主营汽车雨刮系统、门窗系统和空调系统等精密零部件。其中，**雨刮系统零部件**为公司主力产品，占营收比重超50%，近五年营收均保持1亿元以上；**门窗系统零部件**营收由2019年的0.26亿元增长至2023年的0.87亿元，年均复合增速达35.1%，营收占比由15.8%提升至37.5%；**空调系统零部件**为公司新兴产品，营收由2019年的0.01亿元增长至2023年的0.25亿元，年均复合增速达123.5%。2024Q1公司业绩表现较优，实现营收0.51亿元（同比+25.94%）、归母净利润0.16亿元（同比+184.22%）、扣非归母净利润0.08亿元（同比+72.49%）。

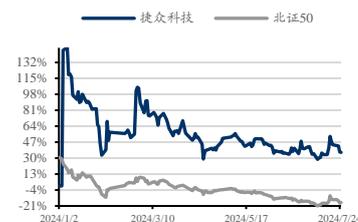
■ **电动化叠加轻量化趋势，拉动汽车零部件需求增长。**1) **新能源汽车市场发展势头强劲，带动全球汽车产销量增长。**根据EV-volumes统计，2022年全球新能源汽车销售量为1,052.2万辆，同比增加55.47%。在新能源汽车产销量大幅增长的带动下，2022年全球汽车产量约为8,501.67万辆，同比增加6.07%。2) **“以塑代钢”，汽车轻量化为汽车塑料件带来机遇。**增加塑料零部件在整车中的使用量可以降低整车成本及其重量、增加汽车有效负荷，汽车轻量化发展趋势将提高汽车塑料件在汽车零部件中的份额，为上游汽车塑料零部件行业带来更多发展机遇。目前，中国汽车制造业整零比例较低，零部件市场仍有较大空间，汽车零部件进口替代趋势为中国汽车零部件行业做大做强带来历史性机遇。

■ **深度绑定下游龙头客户，新能源智造项目放量可期。**1) **产品优势：**产品类型丰富，精密注塑件国内知名，2023年雨刮电机齿轮产品全国市场占有率达25%。2) **募投项目：**公司募投“新能源汽车精密零部件智造项目”，项目建设期2年，可有效提升公司现有产能，达产后可实现年营收1.65亿元、年净利润0.46亿元，税后内部收益率达21.41%。3) **客户优势：**公司拥有一大批优质的客户，主要包括法雷奥、恩坦华、东洋机电等全球领先的汽车零部件一级供应商，以及上汽、通用等整车厂，最终用于奔驰、宝马、奥迪、大众和通用等知名品牌汽车，以及特斯拉、比亚迪、理想、蔚来和小鹏等新能源汽车。4) **国际化战略布局：**公司已经开拓的海外市场包括墨西哥、波兰等国家和地区。稳定、优质的客户资源可有效推动公司业务的发展和产品品质的提升，同时也在一定程度上保证了公司销售账款回收的可靠性。2023年公司海外业务的毛利率保持在47.4%，高于同期国内业务的毛利率12.9pct。

■ **盈利预测与投资评级：**公司雨刮/门窗/空调系统零部件供应能力领先，门窗板块业务成长性突出，预计2024~2026年归母净利润0.53/0.63/0.87亿元，对应最新PE为14.34/12.04/8.67x，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 下游乘用车销量不及预期。2) 原材料价格上涨超出预期。3) 零部件降价风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.40
一年最低/最高价	8.58/24.78
市净率(倍)	1.44
流通A股市值(百万元)	258.20
总市值(百万元)	755.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.92
资产负债率(% ,LF)	11.21
总股本(百万股)	66.30
流通A股(百万股)	22.65

相关研究

内容目录

1. 捷众科技：汽车精密注塑件专精特新“小巨人”	4
1.1. 深耕汽车精密零部件二十年，精密塑料齿轮国内知名	4
1.2. 专注汽车精密零部件，布局汽车雨刮、门窗与空调系统三大业务	6
1.3. 业绩体量持续增长，门窗系统零部件占比显著提高	6
2. 节能化叠加轻量化趋势，拉动汽车零部件需求增长	7
2.1. 汽车零部件：汽车工业的配套行业，位于整车行业上游	8
2.2. “新能源”叠加“以塑代钢”趋势，推动汽车零部件需求提升	8
2.3. 中国汽车制造业整零比较低，本土汽零厂商迎进口替代机遇	9
3. 拳头产品市占率高，新能源智造募投项目放量可期	12
3.1. 工艺、模具、产品积极研发，持续拓展新能源+非雨刮领域	12
3.2. 精密零部件产品种类丰富，雨刮电机齿轮等拳头产品市占率高	14
3.3. 深度绑定下游龙头客户，海外业务布局进展顺利	16
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	19

图表目录

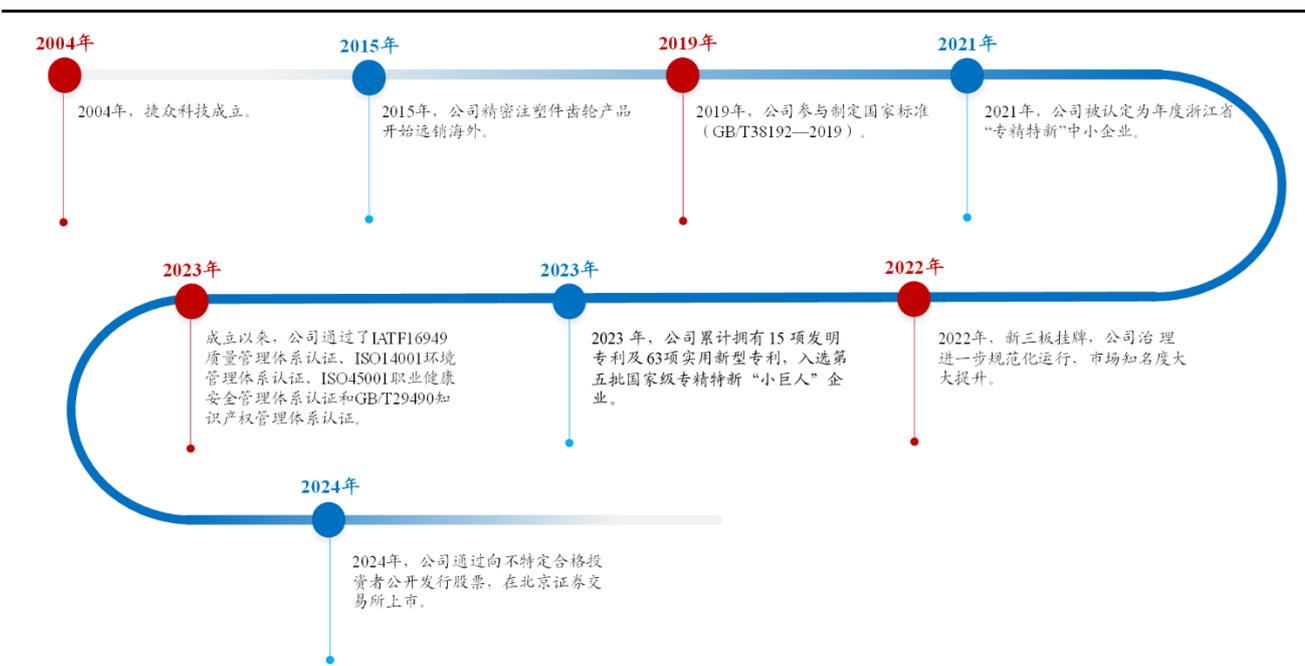
图 1:	捷众科技发展历程.....	4
图 2:	捷众科技股权结构图 (截至 2024 年 7 月 1 日)	5
图 3:	公司三大领域产品及用途简介.....	6
图 4:	2019-2023 年公司营业收入及同比增速	6
图 5:	2019-2023 年公司归母净利润及同比增速	6
图 6:	2019-2023 年公司各类业务营业收入	7
图 7:	2019-2023 年公司各项业务毛利率	7
图 8:	2019-2023 年公司毛利及毛利率情况	7
图 9:	2019-2023 年公司期间费用率情况	7
图 10:	汽车零部件产业链.....	8
图 11:	2013-2022 年全球新能源汽车销量及渗透率	9
图 12:	2011-2022 年全球汽车产销量	9
图 13:	2015-2022 年中国汽车注塑件行业市场规模	9
图 14:	1999 年全球汽车产量前十份额.....	10
图 15:	2022 年全球汽车产量前十份额.....	10
图 16:	2019-2023 年中国汽车制造业营业收入累计值	10
图 17:	2018-2022 年中国汽车零部件营业收入	10
图 18:	TOP100 汽车零部件供应商国别分布	11
图 19:	中国汽车零部件行业历年新增企业数量.....	11
图 20:	2023 全球汽车零部件企业十强.....	11
图 21:	公司产能利用水平.....	14
图 22:	公司产量与产销率情况.....	14
图 23:	2021-2023 年公司客户占比情况	17
图 24:	2020-2023 年境内外业务营收毛利率	17
图 25:	2020-2023 年境内外业务营业收入	17
图 26:	分业务盈利预测.....	18
图 27:	可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 25 日)	19
表 1:	公司管理层行业经验丰富	5
表 2:	公司核心技术介绍.....	12
表 3:	公司研发项目介绍.....	13
表 4:	公司主要产品介绍.....	14
表 5:	捷众科技部分客户简介.....	16

1. 捷众科技：汽车精密注塑件专精特新“小巨人”

1.1. 深耕汽车精密零部件二十年，精密塑料齿轮国内知名

深耕汽车精密零部件二十年，打造精密注塑件专精特新“小巨人”。捷众科技（证券代码：873690.BJ）成立于2004年，是一家以汽车雨刮系统零部件、汽车门窗系统零部件、汽车空调系统零部件等精密零部件的研发、生产和销售为核心业务的高新技术企业。截至2024年7月，公司有效发明专利15项，有效实用新型专利49项，总计有效专利64项，并拥有省级高新技术企业研究开发中心、浙江省捷众高端汽车精密零部件研究院、省级企业技术中心。凭借在汽车精密零部件领域的技术积累和技术创新，公司入选第五批国家级专精特新“小巨人”企业，被认定为2021年度浙江省“专精特新”中小企业，并参与起草了《注射成型塑料圆柱齿轮精度制轮齿同侧齿面偏差和径向综合偏差的定义和允许值》国家标准。2022年，公司挂牌新三板，2024年在北交所成功上市。

图1：捷众科技发展历程

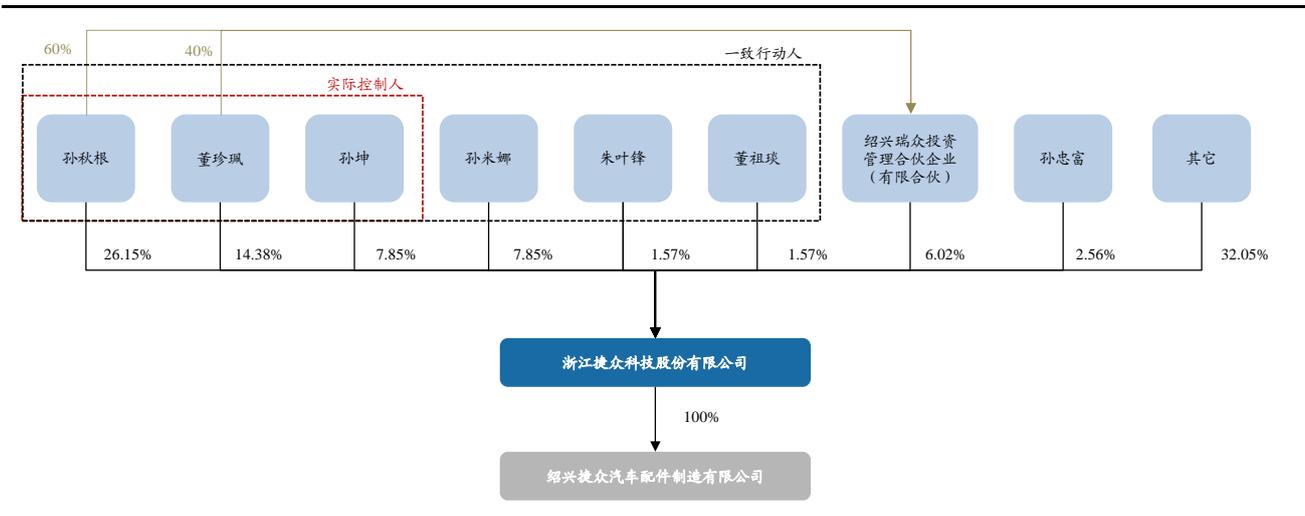


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

股权结构集中，公司控制权稳定。截至2024年7月1日，孙秋根和董珍珮夫妇分别直接持有公司26.15%和14.38%的股份，并通过瑞众投资间接持有公司6.02%的股份；其子孙坤直接持有公司7.85%的股份。为进一步保证控制权的稳定，孙秋根、董珍珮和孙坤三人于2021年12月24日签订《一致行动协议》；孙秋根、董珍珮、孙坤、孙米娜、朱叶锋和董祖琰于2023年9月6日补充签订《一致行动协议》。由此，孙秋根、董珍珮和孙坤三人合计控制公司65.39%的股份，为公司控股股东和实际控制人。其中，孙秋根在公司担任董事长、董珍珮担任董事、孙坤担任总经理。公司于2015年设立了全资子公司绍兴捷众汽车配件制造有限公司，从事五金机械配件、汽车零配件的生产加工，主

营业务与母公司捷众科技一致。

图2: 捷众科技股权结构图 (截至 2024 年 7 月 1 日)



数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所

管理层行业经验丰富, 研发团队实力雄厚。公司创始人孙秋根先生拥有 30 余年的汽车零部件行业从业经验, 对行业发展特点和发展趋势有着深刻的认识和理解。公司拥有一支专业、稳定的管理团队, 在长期生产实践中积累了丰富的管理经验, 还拥有独立自主的研发能力和核心技术团队, 能够快速响应市场发展变化和客户需求。同时, 公司注重对各类专业人才的培养和引进, 为公司的可持续发展做好人才储备。

表1: 公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
孙秋根	董事长	孙秋根, 1979 年至 1983 年在绍兴县王坛乡坎上村塑料厂从事销售工作; 1984 年至 1988 年在绍兴县两溪五金塑胶厂从事销售工作, 1985 年开始涉足汽车零部件市场销售工作; 1989 年承包绍兴县两溪五金塑胶厂开始自主创业, 并先后创办了绍兴县王坛汽车配件厂、绍兴县盛坤汽车配件厂、捷众有限、奥尔坤等企业, 任相关企业负责人; 2004 年创办捷众有限, 任执行董事、总经理; 2015 年 11 月至今任捷众科技董事长。
董祖琰	董事会秘书	董祖琰, 孙秋根妻子董珍珮之弟, 1988 年 7 月至 2000 年 7 月在杭州磁带厂任企管办负责人; 2000 年 8 月至 2003 年 7 月在杭州大自然实业股份有限公司任董事会秘书; 2003 年 8 月至 2016 年 12 月在杭州创业软件股份有限公司 (现更名为创业慧康科技股份有限公司) 任董事、副总经理、董事会秘书; 2016 年 12 月至 2022 年 12 月任浙江迎丰科技股份有限公司董事; 2015 年 11 月至今任捷众科技副董事长; 2017 年 1 月至今任捷众科技副总经理、董事会秘书。
孙坤	总经理	孙坤, 孙秋根之子, 2014 年毕业于浙江大学能源工程学系机械设计制造及其自动化 (车辆工程专业), 后前往美国哥伦比亚大学机械工程专业深造并取得硕士学位, 2015 年 11 月至今任捷众科技董事。
董兴	副总经理	董兴, 1988 年 2 月至 1997 年 9 月在上海机械学院 (现为上海理工大学) 任讲师; 1998 年 1 月至 2015 年 11 月任绍兴县王坛汽车配件厂、绍兴县盛坤汽车配件厂、绍兴县奥尔坤汽车配件厂技术开发与质量管理部经理; 2015 年 11 月至今任捷众科技董事、副总经理。
房芳	财务总监	房芳, 1992 年取得会计专业技术资质。自 1992 年以来, 一直从事企业会计核算与财务管理工作, 历任出纳、会计、财务部经理等职, 自 2004 年 11 月以来一直担任浙江捷众科技股份有限公司财务部经理, 具有丰富的企业财务管理工作经验。

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

1.2. 专注汽车精密零部件，布局汽车雨刮、门窗与空调系统三大业务

汽车精密零部件“小巨人”，专注雨刮、门窗、空调系统。公司主要产品为汽车雨刮系统零部件、汽车门窗系统零部件和汽车空调系统零部件，尤其是精密塑料齿轮等精密注塑件在国内具有较高的知名度。公司核心技术，如精密注塑模具设计与制造技术、汽车精密零部件先进生产工艺、汽车精密零部件智能制造技术和汽车精密零部件智能质量检测技术等，技术先进性和成熟度居国内领先地位。

图3：公司三大领域产品及用途简介

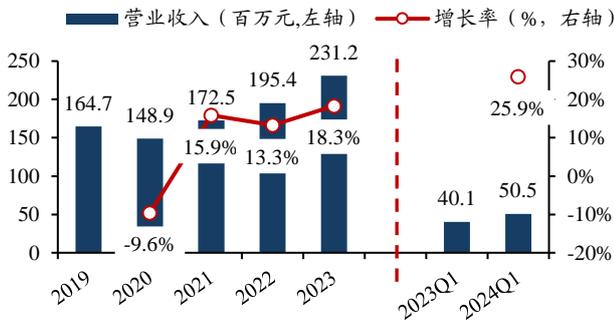
产品大类	产品系列	产品名称
汽车雨刮系统零部件	<ul style="list-style-type: none"> 汽车微电机系统 汽车雨刮传动系统 汽车玻璃洗涤系统 	<ul style="list-style-type: none"> 精密注塑齿轮、电机盖板、刷握架 连杆采用优、固定管、固定板 洗涤壶总成
汽车门窗系统零部件	<ul style="list-style-type: none"> 汽车微电机系统 汽车门内板系统 	<ul style="list-style-type: none"> 精密注塑齿轮、电机盖板 盖板、减速箱及其他、双槽、单槽、拉杆、执行机轴
汽车空调系统零部件及其他	<ul style="list-style-type: none"> 汽车空调系统零部件 其他 	<ul style="list-style-type: none"> 盖板、壳体 油门踏板零部件、冷却风扇

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 业绩体量持续增长，门窗系统零部件占比显著提高

营收与归母净利润持续增长，增长势头良好。2019-2023 年，公司实现营业收入 1.65/1.49/1.73/1.95/2.31 亿元，年均复合增速达 8.85%；实现归母净利润 0.26/0.32/0.30/0.38/0.40 亿元，年均复合增速达 11.27%。2024Q1 公司实现营业收入 0.51 亿元，同比增长 25.94%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比增长 184.22%；实现扣非归母净利润 0.08 亿元，同比增长 72.49%。公司立足汽车零部件行业，依托业已形成的综合优势，在保持现有业务稳定发展的同时，进一步加强新能源汽车市场开拓，扩大市场份额，实现了公司营业收入、利润等主要经营指标的的稳定增长。

图4：2019-2023 年公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

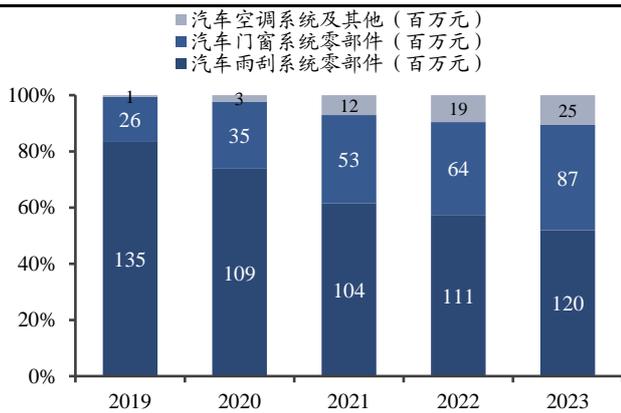
图5：2019-2023 年公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

门窗系统零部件业务占比持续增加，空调系统产品毛利率显著提高。1) 汽车雨刮系统零部件为公司销售的主力产品，营收增长稳健，营业收入自 2019 年至 2023 年均保持 1 亿元以上；2) 汽车门窗系统零部件业务营业收入持续增长，由 2019 年的 0.3 亿元上升到 2023 年的 0.9 亿元，年均复合增长率 35.1%；占总营收比重由 2019 年的 15.8% 提升至 2023 年的 37.5%；2023 年门窗系统零部件营业收入实现 34.8% 增长，主要系上海恩坦华的汽车门窗系统零部件业务增加所致；3) 汽车空调系统及其他业务销售额迅速增长，营业收入由 2019 年的 0.01 亿元上升到 2023 年的 0.25 亿元，年均复合增长率 123.5%。

图6：2019-2023 年公司各类业务营业收入



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图7：2019-2023 年公司各项业务毛利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

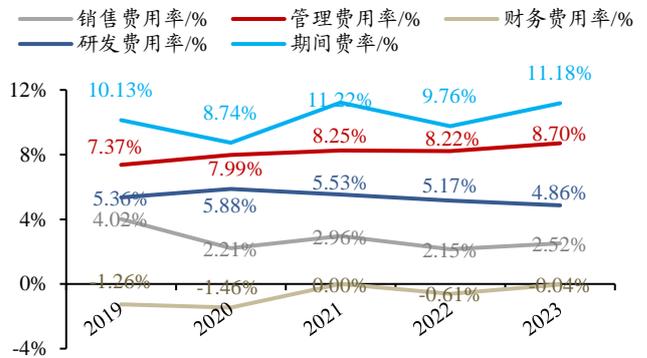
毛利率水平较为稳定，期间费用率略有提高。2019-2023 年，公司毛利率均维持在 36% 以上，毛利润分别为 0.65/0.57/0.62/0.71/0.84 亿元，年均复合增长率为 6.63%。2023 年，公司毛利润同比增长 17.67%，雨刮系统零部件、汽车门窗系统零部件和汽车空调系统及其他三大板块均有所增长，其中汽车门窗系统零部件对毛利增加贡献最大。2023 年，公司期间费用率 11.18%，同比上涨 1.42pct，主要由于营业收入增长，业务招待费和差旅费相应增长所致。2024 年一季度，公司毛利率水平为 38.41%，同比提升 3.86pct。

图8：2019-2023 年公司毛利及毛利率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图9：2019-2023 年公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. 节能化叠加轻量化趋势，拉动汽车零部件需求增长

2.1. 汽车零部件：汽车工业的配套行业，位于整车行业的上游

汽车零部件为汽车工业的配套行业，位于汽车整车行业的上游。汽车零部件行业通常指机动车辆及其车身的各种零配件，一台整车在出厂前需要装配 1-3 万个汽车零部件，产业链涉及产品众多。汽车零部件按类别可分为汽车发动机系统及零部件、车身系统及零部件、底盘系统及零部件、电子电器设备和通用件等五大类。按进入整车的时段划分，可分为整车配套市场（即 OEM 市场）和售后维修市场（即 AM 市场）。按材质划分，可分为金属零部件和非金属零部件，其中，金属零部件占比约 60%-70%，非金属零部件占比约 30%-40%。伴随“电动化、网联化、智能化、共享化”的发展趋势，汽车零部件在电池能量、电力驱动、控制系统、智能感知等领域的应用得到拓展。

图10：汽车零部件产业链

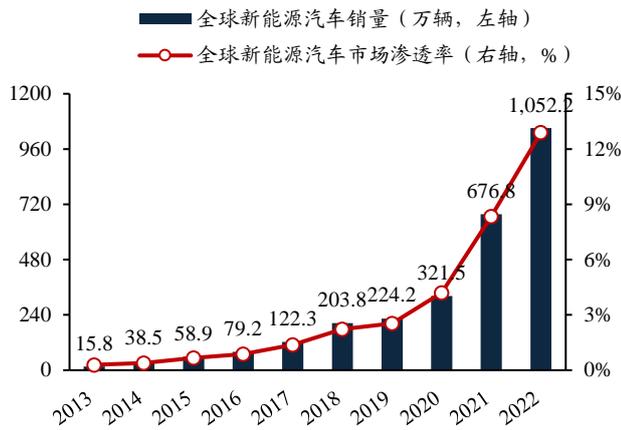
上游	原材料产业	石油、化工、钢铁、有色、玻璃、塑料、油漆、橡胶、纺织、机械、电子信息			
中游	原材料加工 (三级供应商)	以工艺技术为基础，对相关原材料及二级供应商分拆的零部件进行加工			
	零部件加工制造 (二级供应商)	动力系统 零部件加工制造	底盘系统 零部件加工制造	车身系统 零部件加工制造	电子电器 零部件加工制造
	系统设计制造 (一级供应商)	燃油动力系统 • 发动机 • 变速箱 • 进排气系统 新能源动力 • 电池 • 电机、电控	底盘系统 • 传动系统 • 悬架系统 • 转向系统 • 制动系统 • 车轮系统	车身系统 • 内外饰件 • 座椅组件 • 仪表组件 • 照明系统 • 安全系统 • 车用玻璃	电子电气系统 • 汽车线束及组件 • 车载电子 • 辅助/自动驾驶 • 传感器 • 电子控制单元
整车制造	乘用车 (轿车、SLV、MPV、交叉型)		商用车 (客年、货车)		
下游	汽车销售	直销、渠道、4S店、车展、电子商务、汽车交易			
	后市场服务	汽车服务、维修保养、美容改装、汽车金融、旧车交易、备件、加油、充电			
	客户群体	私人客户、共享车客户 (出行平台)、机构客户			

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2.2. “新能源”叠加“以塑代钢”趋势，推动汽车零部件需求提升

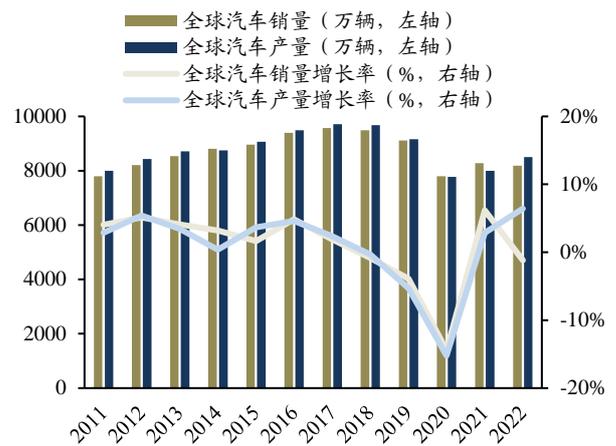
新能源汽车市场发展势头强劲，带动全球汽车产销量实现增长。2018 年以来，受到全球经济放缓、中美贸易摩擦以及新冠疫情冲击，全球汽车行业产销量出现下滑，但新能源汽车销量自 2013 年以来逐年增长，新能源汽车的市场渗透率不断提高。根据 EV-volumes 统计数据，2022 年全球新能源汽车销售量为 1,052.2 万辆，较 2021 年增加 55.47%。在新能源汽车产销量大幅增长的带动下，2022 年全球汽车产量约为 8,501.67 万辆，同比增加 6.07%。Global Info Research 数据显示，2023 年全球汽车零部件实现收入约 2.4 万亿美元，未来新能源汽车保有量上升将带动汽车零部件产业进一步发展，预计 2030 年全球汽车零部件收入将达到 3.1 万亿美元，2024-2030 年全球汽车零部件市场复合增长率为 3.6%。其中，亚太地区预计将占据超过 40% 的市场份额，其次是欧洲和北美地区市场，市场份额都将超过 20%。

图11: 2013-2022 年全球新能源汽车销量及渗透率



数据来源: EV-volumes, 东吴证券研究所

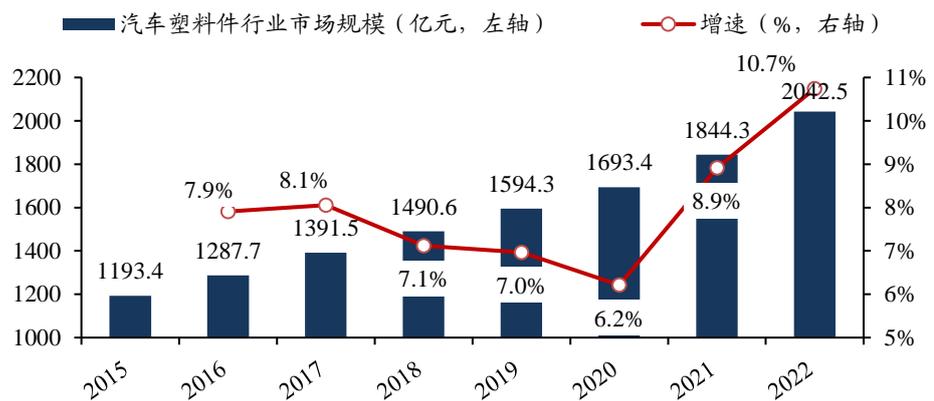
图12: 2011-2022 年全球汽车产销量



数据来源: 国家统计局, 汽车工业协会, Wind, 东吴证券研究所

以塑代钢, 汽车轻量化为汽车塑料件带来机遇。近年来, 随着环保与节能需要, 汽车轻量化已成为汽车设计发展主要趋势之一。整车质量每降低 10%, 燃油效率可提高 6-8%; 整车质量每减少 100 公斤, 百公里油耗可降低 0.3-0.6 升; 新能源汽车车重每减少 100kg, 电动车续航提升 6%-11%, 日常损耗成本减少 20%。塑料具有质轻、易成型、耐腐蚀性强、弹性变形等特点, 增加塑料零部件在整车中的使用量可以降低整车成本及其重量、增加汽车有效负荷。从现代汽车使用材料来看, 无论是外装饰件、内装饰件, 还是功能与结构件, 大部分为塑料制件, 且随着工程塑料硬度、强度、拉伸性能的不断提高, 塑料车窗、车门、骨架乃至全塑汽车已逐步出现, 汽车塑化进程正在加快, 有望提高汽车塑料件在汽车零部件中的份额, 为上游汽车塑料零部件行业带来更多发展机遇。

图13: 2015-2022 年中国汽车注塑件行业市场规模



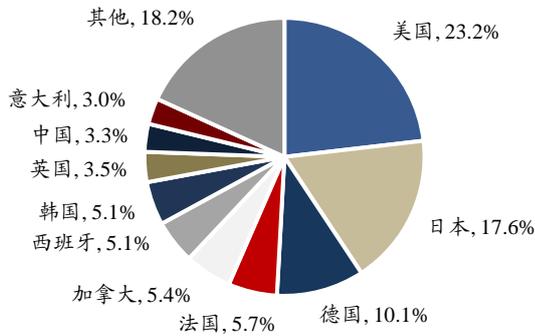
数据来源: 观研天下, 东吴证券研究所

2.3. 中国汽车制造业整零比较低, 本土汽零厂商迎进口替代机遇

中国已经成为全球重要的汽车生产基地。伴随着全球经济的一体化与汽车产业分工的专业化, 汽车制造业逐渐向制造成本低廉的亚洲国家整体转移, 目前已成为全球最

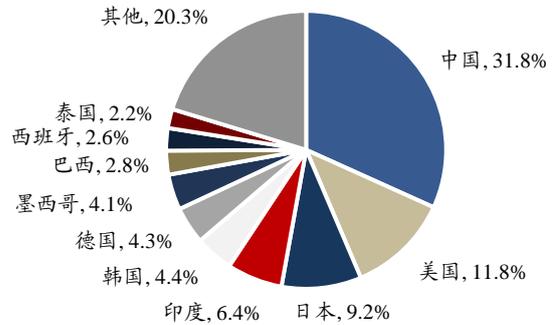
主要的汽车生产基地。我国汽车行业已形成了种类齐全、配套完整的汽车产业体系，成为全球汽车工业体系的重要组成部分。根据世界汽车组织数据，我国汽车产量从1999年的183.0万辆增长至2022年的2333.7万辆，成为世界第一大汽车生产国，并已连续十二年居全球第一，促进了汽车零部件制造业的发展。

图14: 1999年全球汽车产量前十份额



数据来源: 世界汽车组织 (OICA), 东吴证券研究所

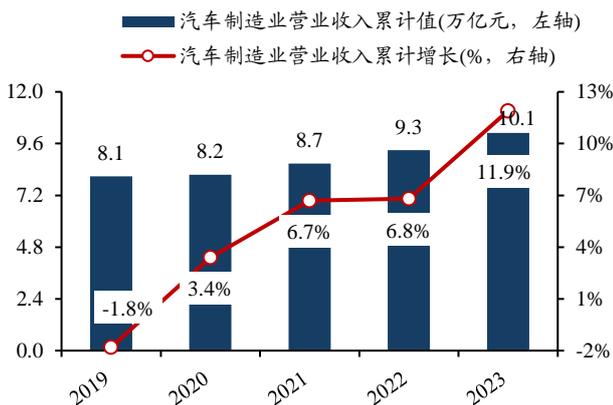
图15: 2022年全球汽车产量前十份额



数据来源: 世界汽车组织 (OICA), 东吴证券研究所

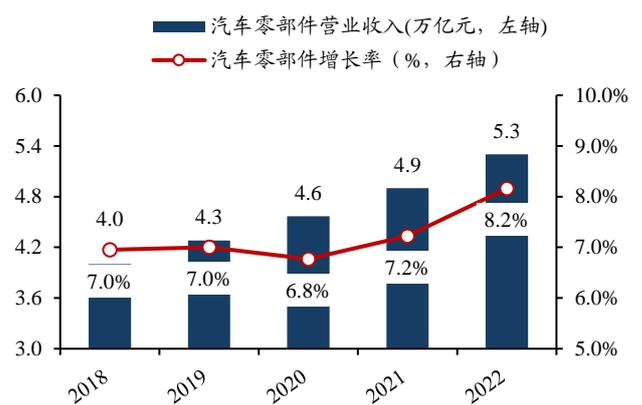
中国正在成为全球最重要的汽车零部件生产基地，在全球具有显著竞争力。根据中国汽车工业协会统计数据，中国汽车零部件市场规模已从2016年的3.5万亿元增长到2022年的5.3万亿元，年均复合增长率为7.2%。传统燃油车时代，外资车企在发动机、变速箱等动力系统关键零部件具有技术优势，全球汽车零部件产业链形成了由国际一级供应商(包括其在华设厂、合资企业)主导的稳定格局。伴随汽车产业电动化与智能化变革的加速推进，汽车产业的核心技术演进、供应商体系以及全球汽车供应链有望重构，汽车零部件进口替代趋势为中国汽车零部件行业做大做强带来历史性机遇。

图16: 2019-2023年中国汽车制造业营业收入累计值



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图17: 2018-2022年中国汽车零部件营业收入

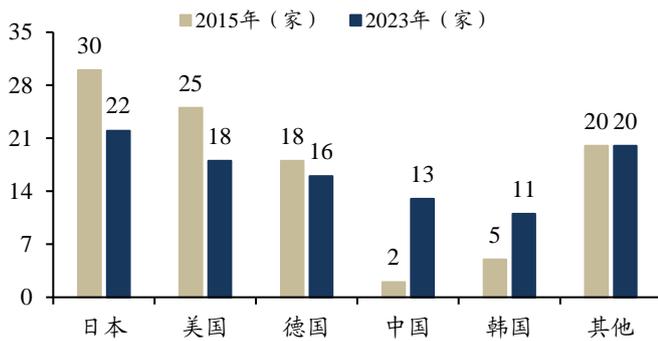


数据来源: 中国汽车工业协会, 东吴证券研究所

与国际零部件龙头企业相比，中国零部件企业呈现“小而散”的特点。中国汽车工业协会统计显示，2022年全国汽车零部件企业数量保守估计在10万家以上。根据国家统计局数据，2021年我国规模以上（年主营业务收入在2,000万元以上）汽车零部件企

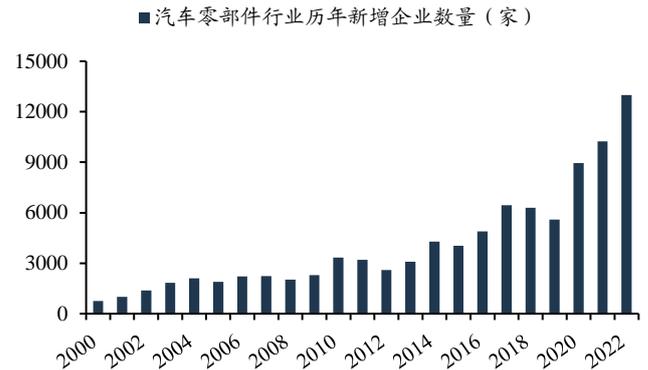
业数量为 1.47 万家。根据《中国新能源汽车产业发展报告（2018）》，国内汽车零部件行业集中度较低，前 30 家零部件集团企业产值仅占全行业的 20%。当前全球汽车零部件产业仍由日本、美国和德国等传统汽车工业强国主导。根据美国汽车新闻发布的《2023 年全球汽车零部件配套供应商百强榜》，博世、电装、采埃孚居前三位，其中日本、美国和德国企业数量最多，分别为 22 家、18 家和 16 家，我国上榜企业 13 家，位居全球第四。

图18: TOP100 汽车零部件供应商国别分布



数据来源: Automotive News, 东吴证券研究所

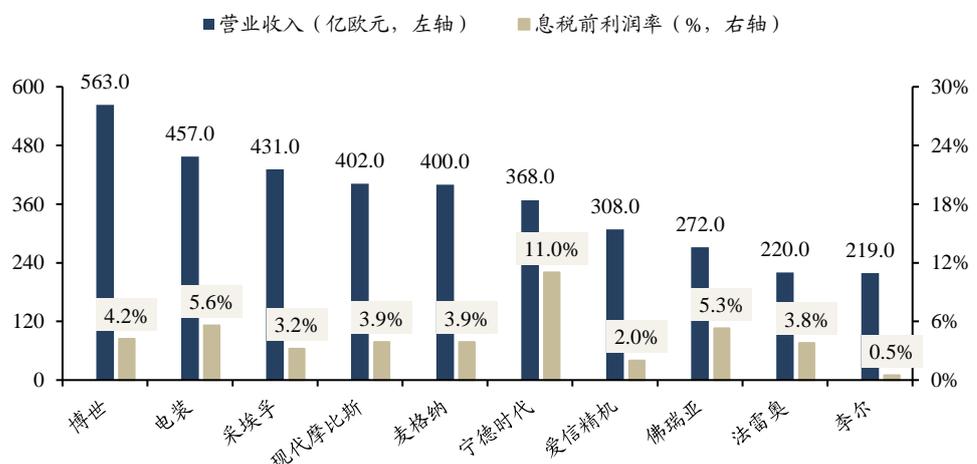
图19: 中国汽车零部件行业历年新增企业数量



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

中国汽车制造业整零比例较低，零部件市场仍有较大空间。2023 年我国汽车制造业营业收入 10.1 万亿元，同比增长 11.9%，占规模以上工业企业营业收入总额的比重为 7.6%。2023 年零部件行业收入为 4.4 万亿元，整车及改装汽车制造业产值营收为 6.0 万亿元，整零比例约为 1: 1.3，相较汽车工业发达国家 1: 1.7 的整零比例，我国汽车零部件产业仍有较大的提升空间。在整车动力、制动、安全、自动驾驶等核心领域，我国仍落后于国际头部厂商。特别是发动机与控制系统、高档自动变速器、汽车主动安全、汽车电子等关键技术，仍被博世、电装、采埃孚、爱信精机、大陆等国际头部厂商垄断。整车厂对配套供应商特别是核心零部件一、二级供应商的认证考核时间长，我国汽车产业链仍然依赖国际一级供应商。

图20: 2023 全球汽车零部件企业十强



注：1) 汇率数据如下：欧元兑美元 1:1.07，欧元兑人民币 1:7.75，欧元兑日元 1:155.3，欧元兑韩币 1:1472.5；2) 本排行不含轮胎企业；3) 企业销售额剔除了非汽车业务；4) 企业利润为息税前利润率为 EBIT 或 Operating Margin，其中宁德时代为净利率。
数据来源：汽车制造中文版，东吴证券研究所

3. 拳头产品市占率高，新能源智造募投项目放量可期

3.1. 工艺、模具、产品积极研发，持续拓展新能源+非雨刮领域

自主研发与引进吸收相结合，从模具到产品积累深厚。公司一贯重视技术研发和创新，在汽车雨刮系统、门窗系统及空调系统等主要产品生产工艺方面形成了一系列具有自主知识产权的核心技术。**1) 精密注塑模具方面：软件端**，引进西门子设计系统，并自主配套开发了设计装配系统软件；**设备端**，引进慢走丝线切割机、电火花线切割机、螺旋脉冲机等精密模具加工设备，保证了模具的制造精度，提高了加工效率。**2) 汽车精密零部件方面：流程上**，运用专利工艺，优化生产流程，实现柔性化生产；**设备上**，自研装置协同进口设备，实现生产过程自动化、数字化、智能化；**检测上**，运用自主开发的检测技术，配合国际领先的数字化检测设备，实现了产品质量的全程监控、快速检测、智能分析和及时反馈。

表2：公司核心技术介绍

技术名称	技术特色	技术来源	技术应用情况
精密注塑模具设计与制造技术	软件端：引进了西门子模具设计软件、计算机辅助设计系统，并自主开发了汽车精密零部件注塑模具智能化设计与装配系统软件； 设备端：引进了 CVT2000S 精密数控慢走丝线切割机、AR65 精密数控电火花线切割机、FORMP350 精密螺旋脉冲机等精密模具加工设备。	自主研发+ 引进消化 吸收	相关技术已应用于公司模具设计开发与生产制造过程，缩短了模具设计与制造周期，提高了模具设计精度，降低了模具开发成本。
汽车精密零部件先进生产工艺	采用公司自主研发的多项发明专利技术，如多种齿轮的加工工艺、电机盖板的加工工艺等； 对生产流程进行了优化改进，实现柔性化生产。	自主研发	已广泛应用于各项零部件的生产过程，优化了生产流程，精简了加工环节，提高了产品质量，降低了生产成本。
汽车精密零部件智能制造技术	运用自主研发专利技术，如自动化机械机构平台、自动化取料装置、运载机器人、自动线机械手等； 引进国际领先的数字化生产设备，并通过系统集成、数据互通、人机交互、柔性制造以及信息分析优化手段，实现车间精准、柔性、高效、节能生产。	自主研发+ 引进消化 吸收	已在生产过程中广泛应用，实现了供料——加工——仓储整个生产加工制造过程的智能化，缩短了生产节拍，减少了工人劳动强度，提高了产品质量和稳定性，提升了智能化生产水平。2020 年度荣获“浙江省数字化车间/智能工厂”。
汽车精密零部件智能质量检测技术	开发多项产品质量检测技术，形成系列专利成果，如齿轮精度检测技术、盖板气密性检测技术等。 引进了国际领先的数字化检测设备，如瑞典海克斯康系列三坐标测量仪器、德国克林贝格齿轮测量中心、德国 FRENCO 齿轮双面啮合仪等。	自主研发+ 引进消化 吸收	公司已将相关技术和设备投入到生产环节和质量检测部门，实现了产品质量的全程监控、快速检测、智能分析和及时反馈，为中央控制系统提供准确、可靠的数据支持，有效提高了产品合格率。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

在研项目稳步推进，持续拓展新能源与非雨刮系统业务。公司一直专注于汽车零部件

件的工艺和产品研发，通过加大研发投入，形成新产品、新技术或提升原有产品性能，不断提高公司的行业竞争力。公司把握汽车节能化和轻量化的发展趋势，有针对性地加大对新能源汽车、门窗和空调等非雨刮系统零部件的研发投入，并正在形成一系列研发成果。

表3: 公司研发项目介绍

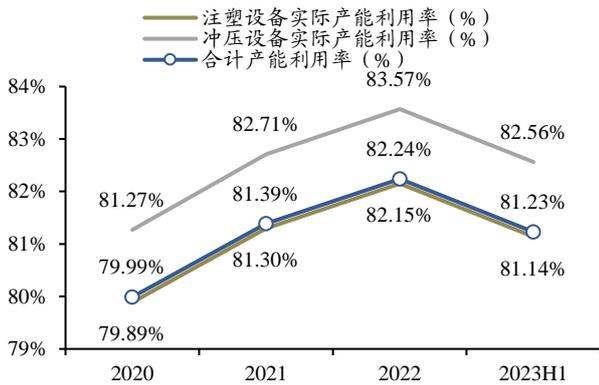
项目名称	所处阶段及进展情况	拟达到的目标
新能源汽车高强度小模数注塑齿轮生产工艺研发	开发完成	形成一套小模数注塑齿轮先进生产工艺标准，提高生产效率和产品质量，并申请 2-3 项专利。
汽车发动机冷却风扇精密零部件研发	小批量试制	形成 2-3 项新产品，实现产业化应用，并申请 1-2 项专利。
新能源汽车尾门撑杆高强度球头部件研发	开发完成	形成批量生产，实现产业化应用，并申请 1-2 项专利。
汽车车身控制模块精密零部件研发	开发完成	形成 2-3 项新产品，实现产业化应用，并申请 2-3 项专利。
汽车门锁精密线束插口部件研发	开发完成	形成 2-3 项新产品，实现产业化应用，并申请 2-3 项专利。
汽车精密注塑零部件模具制造工艺研发	小批量试制	形成一套汽车精密注塑零部件模具先进制造工艺标准，提高生产效率和产品精度，并申请 3-5 项专利。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能利用率高位运行，产销率稳步提升。公司自成立以来一直专注于汽车零部件领域，在生产能力、技术水平、产品种类和产品质量方面获得客户的广泛认可。近年来随着汽车和汽车零部件行业的发展，尤其是新能源汽车产业的不断发展，公司产能利用率处于较高的水平。2020-2023H1，公司产能利用率维持在 80%左右，已达到行业产能利用率天花板。产销率逐年上升，2020-2023H1 公司产销率分别为 92.86%/95.55%/95.27%/101.60%。

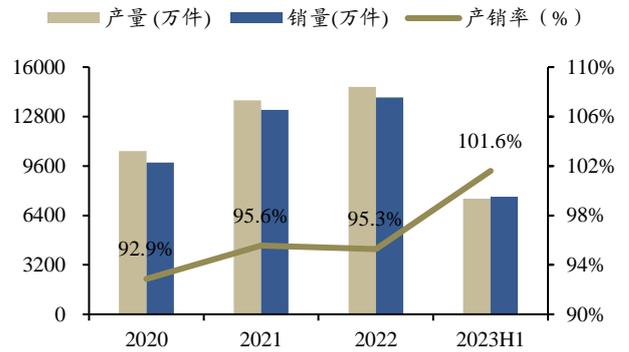
募投“新能源汽车精密零部件智造项目”，预计税后内部收益率达 21.41%。近年来随着汽车和汽车零部件行业的发展，产能正逐渐成为制约公司业务发展的影响因素。为有效提升公司汽车零部件的生产能力，2024 年公司募投“新能源汽车精密零部件智造项目”，引进高端数控装备、机器人、自动化产线和信息化系统对企业进行智能化和自动化升级。项目建设期 2 年，建成后可有效提升公司现有产能，进一步提升公司整体盈利能力。根据公司招股书测算，若该项目顺利实施达产，可实现年营收 1.65 亿元、年净利润为 0.46 亿元，税后内部收益率为 21.41%。

图21: 公司产能利用水平



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图22: 公司产量与产销率情况



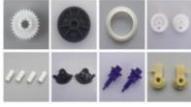
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.2. 精密零部件产品种类丰富, 雨刮电机齿轮等拳头产品市占率高

公司产品种类繁多, 核心产品市场占有率较高。公司主营业务包括汽车雨刮系统零部件、汽车门窗系统零部件和汽车空调系统零部件等, 具体包括精密注塑齿轮、精密嵌件注塑件、冲压件 (含连杆) 等产品。经过多年的发展, 公司利用自身优势进行了准确的市场定位, 在提高原有产品品质及附加值的同时, 根据汽车行业的发展趋势和客户需求不断研究开发新型产品系列, 丰富产品结构。公司投资者关系活动披露显示, 2023年公司雨刮电机齿轮等代表性产品市场占有率在 25% 左右, 市场份额较高。

表4: 公司主要产品介绍

产品分类	产品系列	产品名称	产品示例	产品用途
汽车雨刮系统零部件	汽车微电机系统	精密注塑齿轮		用于电动雨刮电机, 是电机中的关键部件, 采用 POM 等塑料一次注塑成型, 具有尺寸精度高、自润滑性好、啮合噪声低、使用寿命长等优点
		电机盖板		全封闭防水型雨刮电机盖板, 带有用高分子材料制成的透气膜, 对于全封闭的雨刮电机具有防水、透气的功能
		刷握架		是将电源连接到高速旋转电枢的一种重要电器零件, 具有热保护功能和电磁兼容性功能
汽车雨刮传动系统	汽车雨刮传动系统	连杆		采用优质热镀锌板钢板制作而成, 具有抗腐蚀性强、机械强度高优异性能。连杆上的球套采用高性能长碳链工程塑料, 优点是高耐磨、长寿命、噪声低
		固定管		采用热镀锌管, 电脑控制的弯管机一次折弯而成, 尺寸一致性好
		固定板		采用优质的钢板, 主要用于雨刮电机安装、固定

汽车玻璃洗涤系统	洗涤壶总成		由上下壶体热铆而成，特点是工艺简单、外观漂亮，气密性好
汽车微电机系统	精密注塑齿轮		采用 POM 等塑料一次注塑成型，具有尺寸精度高、自润滑性好、啮合噪声低、使用寿命长等优点
	电机盖板		摇窗电机盖板，具有防水、透气的功能
	滑块		采用 POM 等塑料一次注塑成型，固定于门内板内侧，与滑杆连接实现对车门的限位
汽车门窗系统零部件	盖板		采用 PP30LGF 等塑料一次注塑成型
	减速箱及其他		采用 PBT&PA66 等，用于装夹车窗玻璃和电机，连接电机带动玻璃升降，具有强度高、加工方便等优点
	双槽		采用 PBT 等塑料一次注塑成型，与拉杆配合用于触发门锁信号，具有触发灵敏度高、抗干扰性强等优点
汽车门内板系统	单槽		采用 PBT 等塑料一次注塑成型，与拉杆配合用于触发门锁信号，具有触发灵敏度高、抗干扰性强等优点
	拉杆		采用 PBT 等塑料一次注塑成型，与单双槽壳体配合用于触发门锁信号，具有触发灵敏度高、抗干扰性强等优点
	执行机轴		采用 PBT 等塑料一次注塑成型，用于摆柄传动，具有轻便、易塑形、造型多变等优点
汽车空调系统零部件及其他	盖板		利用 PC/ABS 等工程塑料一次注塑成型，用于汽车空调控制器壳体
	壳体		利用 PC/ABS 等工程塑料一次注塑成型，用于汽车空调控制器壳体
其他	油门踏板零部件		利用 PA66/PBT/PA6 等高强度工程塑料一次注塑成型，用于汽车油门踏板

冷却风扇



利用 PA6 等高强度工程塑料一次注塑成型，用于汽车发动机冷却风扇

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.3. 深度绑定下游龙头客户，海外业务布局进展顺利

深度绑定国内外知名零部件供应商，产品广泛应用于知名品牌汽车。公司是在国内较早从事汽车零部件开发与生产的企业之一，经过多年的不断开拓进取，以优质的产品和完善的服务，在汽车零部件行业中树立了良好的品牌形象，拥有了一大批优质的客户，主要包括法雷奥、恩坦华、东洋机电等全球领先的汽车零部件一级供应商，上汽通用等整车厂。公司产品最终用于奔驰、宝马、奥迪、大众和通用等知名品牌汽车，以及特斯拉、比亚迪、理想、蔚来和小鹏等新能源汽车。

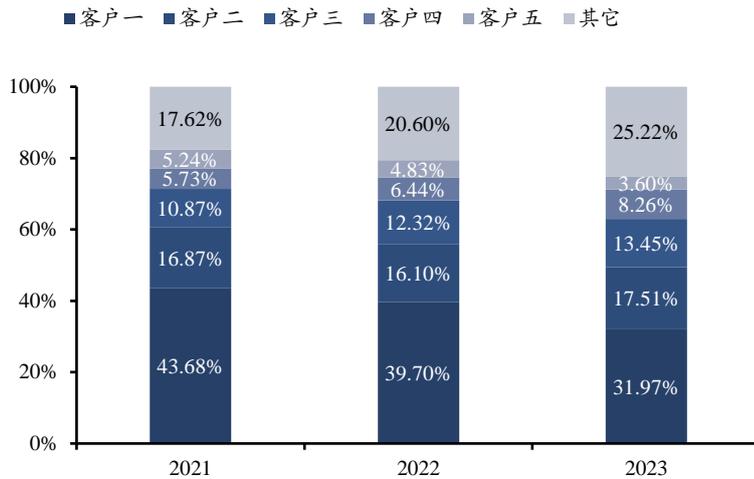
表5：捷众科技部分客户简介

公司名称	公司简介
法雷奥	法雷奥集团 (Valeo) 是一家总部位于法国的工业集团。公司业务涉及原配套业务及售后业务，是世界领先的汽车零部件供应商，为世界上所有的主要汽车厂提供配套。
恩坦华	恩坦华集团 (Inteva Products)，是全球领先的汽车零部件供应商，产品涉及北美、欧洲、亚洲的汽车、商用车、国防、航海、消费品和工业六大市场，资源遍布全球。
东洋机电	东洋机电集团 (DY Corporation)，系韩国汽车零部件企业
贵阳万江	贵阳万江航空机电有限公司，是国内极具竞争实力和发展潜力的集研发、生产、销售为一体的汽车零部件的专业化厂家，汽车零部件产品有雨刮器（包括电机、刮臂刮片、连杆）、玻璃升降器和电机轴等。
上海博邦汽车技术有限公司	上海博邦汽车技术有限公司是一家专注于汽车门窗微电机产品研发和制造的高新技术企业。市场覆盖到吉利汽车、江淮汽车、北京汽车、上海汽车、东风柳汽、华晨汽车、一汽红旗、奇瑞汽车、庆铃皮卡、东风汽车、神龙汽车等国内外知名汽车厂家，同时也是华晨宝马的汽车摇窗电机代加工商。
贝洱海拉温控系统（上海）有限公司	贝洱海拉温控系统（上海）有限公司是由 BHTC 集团于 2004 年在上海成立的全资子公司，主要产品有空调控制单元、鼓风机控制模块、温度传感器、黑盒子集成中控。产品覆盖国内上海大众，一汽大众，上海通用，上汽乘用车及东风日产、长城、吉利等主流车企，也是通用汽车，宝马及雷诺日产集团全球供应商，产品远销北美，欧洲，亚洲及大洋洲。
上汽通用	上汽通用是中国汽车工业的重要企业之一，有别克、雪佛兰、凯迪拉克三大品牌，覆盖了从高端豪华车到经济型轿车各梯度市场，以及高性能豪华轿跑、MPV、SUV、混合动力和电动车等细分市场。

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

公司客户稳定度良好，行业认证壁垒加码客户优势。汽车零部件行业存在较大的客户认证壁垒，供应商通过认证后方可向客户供货，基于产品稳定性、安全性、可靠性、一致性的要求，客户在供应商通过认证并批量供货后，一般不轻易更换供应商。公司在与下游优质客户长期合作过程中，不断提升产品品质和经营管理能力，不断在新产品、新项目上开展合作，持续扩大生产规模，具有价格和性能的综合优势，客户稳定度较好，为公司未来市场开拓和进一步提升品牌影响力提供了良好的基础。

图23: 2021-2023 年公司客户占比情况



数据来源: 公司招股书, 公司公告, 东吴证券研究所

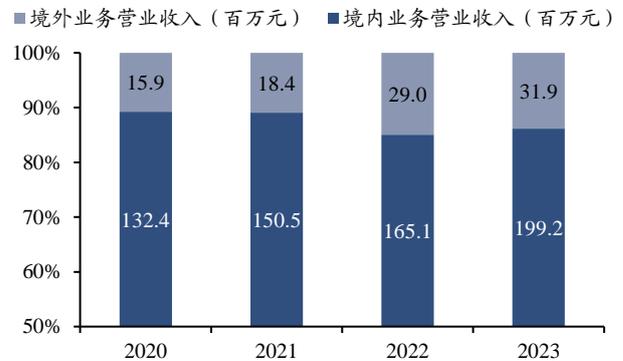
稳步推进国际化战略, 挖掘盈利增长点。公司在保持现有客户的同时, 积极拓展国内外市场, 扩大产品的市场份额, 为公司持续稳定发展提供后续保障。目前公司已经开拓的海外市场包括墨西哥、波兰等国家和地区。稳定、优质的客户资源可有效推动公司业务的发展和产品品质的提升, 同时也在一定程度上保证了公司销售账款回收的可靠性。2023 年公司海外业务的毛利率也保持在 47.44%, 高于同期国内业务的毛利率 12.87pct。

图24: 2020-2023 年境内外业务营收毛利率



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图25: 2020-2023 年境内外业务营业收入



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为汽车雨刮系统零部件、汽车门窗系统零部件、汽车空调系统零部件及其他业务。

1) 汽车雨刮系统零部件: 公司在该领域拥有较强的竞争实力, 2023年代表性产品市占率达到25%左右, 第一大客户法雷奥为全球最大的汽车雨刮系统零部件供应商。公司在手订单充足, 伴随募投项目的逐步建设投产, 汽车雨刮系统零部件业务有望

持续放量增长，预计2024~2026年公司汽车雨刮系统零部件业务实现营收1.37/1.43/1.61亿元，毛利率分别为36.36%/36.72%/36.66%。

2) 汽车门窗系统零部件：公司与全球门窗系统龙头企业恩坦华合作，最终应用于比亚迪等知名整车厂。随着汽车自动化程度的提高，门窗系统业务需求旺盛，公司该领域产品收入有望持续增长，预计2024~2026年公司汽车门窗系统零部件业务实现营收1.23/1.75/2.52亿元，毛利率分别为35.52%/35.70%/35.26%。

3) 汽车空调系统零部件：空调系统零部件是公司的新兴业务，服务于大客户贝洱海拉，最终应用于大众、吉利、宝马、保时捷等知名厂商，未来合作空间广阔。预计2024~2026年公司汽车空调系统零部件业务实现营收0.33/0.45/0.69亿元，毛利率分别为36.21%/35.08%/35.24%。

图26：分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	172.52	195.38	231.19	294.20	363.20	482.44
营收增速/%	15.86%	13.25%	18.33%	27.26%	23.45%	32.83%
毛利率/%	35.97%	36.55%	36.35%	36.29%	35.28%	36.12%
其中：汽车雨刮系统零部件						
营业收入/百万元	103.98	111.21	119.98	137.16	143.06	161.18
营收增速/%	-5.00%	6.95%	7.89%	14.32%	4.31%	12.66%
毛利率/%	35.30%	36.90%	36.89%	36.36%	36.72%	36.66%
其中：汽车门窗系统零部件						
营业收入/百万元	53.02	64.26	86.60	123.06	175.10	252.36
营收增速/%	49.82%	21.20%	34.77%	42.11%	42.28%	44.13%
毛利率/%	36.16%	35.71%	34.87%	35.52%	35.70%	35.26%
其中：汽车空调系统零部件						
营业收入/百万元	11.94	18.60	24.61	33.36	44.64	68.55
营收增速/%	248.10%	55.78%	32.31%	35.56%	33.80%	53.58%
毛利率/%	21.69%	34.57%	38.93%	36.21%	35.08%	35.24%
其中：其他业务						
营业收入/百万元	3.58	1.30	0.00	0.62	0.40	0.34
营收增速/%	468.25%	-63.69%	-	-	-35.33%	-15.47%
毛利率/%	100.00%	77.69%	-	84.74%	100.00%	100.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上收入拆分，我们预计公司2024~2026年分别实现营业收入2.94/3.63/4.82亿元，同比增速为27.26%/23.45%/32.83%；实现归母净利润0.53/0.63/0.87亿元，同比增速为32.24%/19.08%/38.95%；毛利率水平分别为36.29%/35.28%/36.12%。

可比公司：我们选取肇民科技、超捷股份和松原股份作为可比公司。其中，肇民科技的产品主要为精密注塑件，应用于汽车领域（发动机周边、传动系统、制动系统）和高端厨卫家电等领域；超捷股份产品主要为螺钉螺栓、异形连接件、塑料紧固件，主要运用于汽车领域（涡轮增压系统、底盘系统、视觉系统、内外饰件）、电子电器领域、通信领域；松原股份专业从事汽车安全带总成及零部件等汽车被动安全系统

产品及特殊座椅安全装置的研发、设计、生产、销售及服务，与公司业务具有一定的可比性。

盈利预测与投资建议：雨刮业务稳健增长，门窗业务成长潜力突出，伴随募投项目产能释放，公司业绩可期。我们预计公司2024~2026年归母净利润为0.53/0.63/0.87亿元，对应最新PE为14.34/12.04/8.67倍，与可比公司2024年平均PE(25倍)相比，公司估值水平相对较低。考虑到公司作为汽车精密零件专精特新“小巨人”，技术成熟，质量领先，和下游大客户合作紧密，伴随汽车市场回暖和新能源汽车的快速增长，以及募投项目的逐步投产，公司业绩有望快速增长。参考可比公司估值及增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

图27：可比公司估值（截至2024年7月25日）

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			市盈率(P/E)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301000.SZ	肇民科技	13.26	2.42	32.11	1.48	1.93	2.36	21.70	16.65	13.60
300893.SZ	松原股份	25.77	2.26	58.29	2.84	3.84	5.17	20.50	15.17	11.27
301005.SZ	超捷股份	28.18	1.35	38.18	1.13	1.62	-	33.78	23.56	-
平均值								25.33	18.46	12.43
873690.BJ	捷众科技	11.40	0.66	7.56	0.53	0.63	0.87	14.34	12.04	8.67

数据来源：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，捷众科技盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 下游乘用车销量不及预期。下游乘用车需求及销量复苏不及预期，导致公司营收不及预期，影响公司最终业绩。
- 2) 原材料价格上涨超出预期。原材料价格波动将对公司采购价格产生一定影响，进而影响到公司生产成本和利润。
- 3) 零部件降价风险。近年来汽车多次降价，作为汽车零部件企业，存在汽车零部件降价风险。

捷众科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	310	351	416	520	营业总收入	231	294	363	482
货币资金及交易性金融资产	127	123	132	141	营业成本(含金融类)	147	187	235	308
经营性应收款项	143	164	203	278	税金及附加	3	3	4	6
存货	39	55	65	82	销售费用	6	7	9	12
合同资产	0	0	0	0	管理费用	20	25	31	40
其他流动资产	1	9	15	19	研发费用	11	15	18	24
非流动资产	265	308	326	343	财务费用	0	(2)	(2)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	4	4	6
固定资产及使用权资产	209	243	251	259	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1	3	5	8	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	50	56	63	70	减值损失	(2)	(3)	(3)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	45	59	70	99
其他非流动资产	5	7	7	7	营业外净收支	2	1	1	1
资产总计	575	659	742	863	利润总额	47	60	71	100
流动负债	76	93	113	146	减:所得税	7	7	9	13
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	20	20	20	净利润	40	53	63	87
经营性应付款项	37	47	55	72	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	2	3	3	归属母公司净利润	40	53	63	87
其他流动负债	18	24	34	51	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.79	0.95	1.32
非流动负债	4	4	5	5	EBIT	46	57	69	97
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	67	91	102	135
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.35	36.29	35.28	36.12
租赁负债	0	0	0	1	归母净利率(%)	17.24	17.91	17.28	18.07
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	18.33	27.26	23.45	32.83
负债合计	81	97	117	151	归母净利润增长率(%)	6.10	32.24	19.08	38.95
归属母公司股东权益	494	562	625	712					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	494	562	625	712					
负债和股东权益	575	659	742	863					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	34	57	58	62	每股净资产(元)	9.41	8.47	9.42	10.73
投资活动现金流	(46)	(72)	(48)	(51)	最新发行在外股份(百万股)	66	66	66	66
筹资活动现金流	90	15	0	0	ROIC(%)	8.70	9.23	9.88	12.33
现金净增加额	78	1	11	11	ROE-摊薄(%)	8.07	9.38	10.05	12.25
折旧和摊销	21	33	33	37	资产负债率(%)	14.05	14.77	15.82	17.53
资本开支	(45)	(75)	(49)	(53)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.97	14.34	12.04	8.67
营运资本变动	(30)	(32)	(39)	(64)	P/B(现价)	1.21	1.35	1.21	1.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>