

2024年12月06日

易实精密 (836221.BJ)

投资评级：增持（首次）

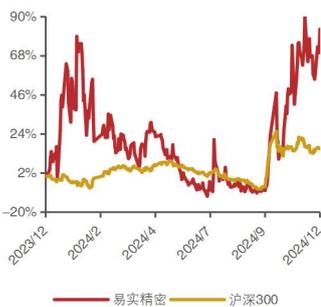
——短期有成长中期有看点长期有潜力的精密金属零部件“小巨人”

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024年12月05日

收盘价(元)	21.44
一年内最高/最低(元)	23.44/10.36
总市值(百万元)	2,073.25
流通市值(百万元)	884.92
总股本(百万股)	96.70
资产负债率(%)	20.27
每股净资产(元/股)	4.05

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **精密汽车金属零件“小巨人”，大客户泰科电子。**易实精密是国家级专精特新“小巨人”企业，专注于汽车精密金属零部件的研发、生产和销售。新能源车专用、汽车通用、传统燃油专用三大业务板块的收入整体呈现增长态势，2024H1三大业务分别创收6,413.26万元、3,527.47万元、3,367.99万元。客户主要为汽车整车厂一、二级供应商，已成为大陆、德韧干巷、赫尔思曼、立讯精密、泰科电子、伊维氏等业内知名零部件厂商的供应商，2023年第一大客户泰科电子收入占比26.40%。2023年实现营收2.76亿元(yoy+18.82%)、归母净利润5150.91万元(yoy+36.15%)。
- **核心竞争力怎样解读？公司盈利能力壁垒几何？设备及工艺：**拥有发明专利12项，引进了国际先进的多种高端装备，如高速精密压力机床、舒特多工位组合机床、比勒冲压成型折弯机等，具有生产效率高、加工精度高、产品质量稳定等特点。**客户结构：**汽车领域业务的客户大多数为国内外上市公司（或其子公司）、全球汽车零部件配套供应商百强或细分行业龙头。**同业对比：**与瑞玛精密、中捷精工、德迈仕等业内企业相比，公司规模虽小，但成长性及盈利能力处于领先地位。
- **新品类放量，未来市场空间及可持续性怎么看？下游需求：**2023年我国汽车销量达3009万辆(yoy+12%)，其中新能源车达949.5万辆(yoy+38%)。随着全球经济一体化分工体系的确立和发达国家汽车制造产业向发展中国家的转移，我国汽车产业有望继续快速发展。**新品：**(1)高压接线柱及高压屏蔽罩：主要客户为泰科电子和立讯精密，募投项目预计于2024年年底达到可使用状态。(2)空气悬架用扣押环、支撑环：供货孔辉汽车等客户，2023年我国空悬市场中，孔辉科技和保隆科技交付量占比分别为44.50%和20.70%。随着我国新能源车市场发展，我们认为公司空气悬架用扣押环、支撑环产品有望持续放量。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润为0.66、0.78和0.96亿元，对应PE为31.5、26.4、21.6倍。同业可比公司包含超捷股份、保隆科技、富临精工，可比公司2024PE均值47.5X。2024Q1-Q3供货给孔辉汽车等客户的空气悬架零件等新能源汽车专用零部件增长较快，2024年年底募投项目达产在即。长期来看，半导体、医疗下游领域拓展尝试有望为发展注入动能。依靠曾与MARK Metallwarenfabrik GmbH共同投资成立马克精密金属成形（南通）有限公司，未来有望通过并购继续加宽业务版图和销售渠道与区域。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：产品价格年降风险、原材料价格波动风险、出口业务风险。**

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	232	276	349	420	520
同比增长率(%)	52.35%	18.82%	26.40%	20.57%	23.64%
归母净利润(百万元)	38	52	66	78	96
同比增长率(%)	34.16%	36.15%	27.71%	19.30%	22.52%
每股收益(元/股)	0.39	0.53	0.68	0.81	0.99
ROE(%)	18.01%	14.14%	16.23%	17.23%	18.58%
市盈率(P/E)	54.80	40.25	31.52	26.42	21.56

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 0.66、0.78 和 0.96 亿元，对应 PE 为 31.5、26.4、21.6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于公司新能源车业务和传统燃油车业务新品放量的预期，我们假设公司 2024–2026 年整体营收同比增长率分别为 26%、21%、24%，综合毛利率基本维持稳定。

投资逻辑要点

短期来看，2024Q1–Q3 公司营收同比+26%、归母净利润同比+41%。供货给孔辉汽车等客户的空气悬架零件等新能源汽车专用零部件增长较快；此外得益于部分产品迎来国产替代机遇，部分传统燃油汽车精密金属零部件销售额增长较快，我们认为 2024 年四季度及后续的增长有望持续。

中期来看，得益于高精密标准、批量灵活生产、快速响应等优良特质，现已深绑泰科电子、伊维氏汽车、立讯精密、赫尔斯曼、孔辉汽车等优质下游客户，客户质量均较为优质且需求端确定性和稳定性较高。此外，公司募投项目达产在即，未来产能释放预期保障公司业务发展。

长期来看，公司研发方向涵盖非汽车领域产品，半导体、医疗下游领域的拓展尝试有望为公司发展注入动能。在资本市场方面，公司曾与 MARK Metallwarenfabrik GmbH 共同投资成立马克精密金属成形（南通）有限公司，未来公司有望通过对外并购继续加宽业务版图和销售渠道与区域。

核心风险提示

产品价格年降风险、原材料价格波动风险、出口业务风险。

内容目录

1. 精密汽车金属零件“小巨人”，大客户泰科电子	6
2. 核心竞争力怎样解读？公司盈利能力壁垒几何？	12
2.1. 引进国际多种先进高端装备，技术工艺领先造就核心壁垒	13
2.2. 客户优质，规模尚小、但盈利能力及成长性优于同业可比	15
3. 新品类放量，未来市场空间及可持续性怎么看？	18
3.1. 汽车产业稳步复苏，公司新能源产品增速较快	18
3.2. 高压接线柱等产品投产在即，空悬产品供货孔辉前景可期	20
4. 盈利预测与评级	22
5. 风险提示	23

图表目录

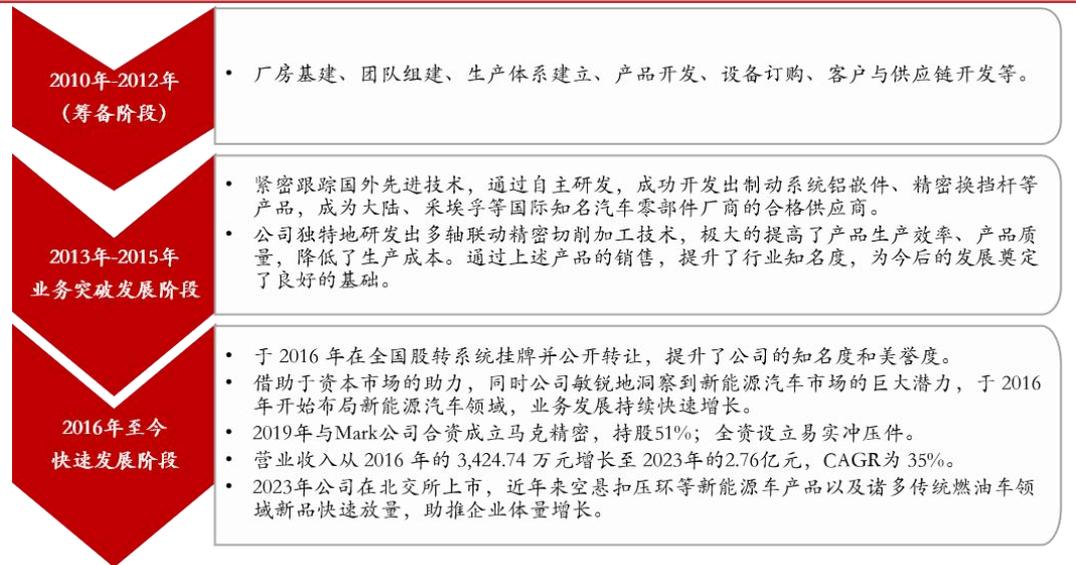
图表 1: 成立于 2010 年, 2016 年开始布局新能源汽车领域.....	6
图表 2: 公司产品覆盖新能源、通用、传统燃油三大汽车领域.....	6
图表 3: 2024H1 公司新能源汽车专用零部件业务占比 41.29%.....	8
图表 4: 2024H1 公司内销收入占比达 90.68%.....	9
图表 5: 2019-2024H1 公司外销毛利率高于内销毛利率.....	9
图表 6: 2021-2023 年泰科电子是第一大客户, 2023 年收入占比达 26.40%.....	9
图表 7: 2023 年实现营收 2.76 亿元 (yoy+18.82%).....	10
图表 8: 2023 年实现归母净利润 5151 万元 (yoy+36%).....	10
图表 9: 2023 年公司综合毛利率达 31.69%.....	10
图表 10: 2021 年后汽车通用类业务的毛利率较高.....	10
图表 11: 2024Q1-Q3 公司期间费用率为 9.71%.....	11
图表 12: 2024Q1-Q3 公司净利率达 20.08%.....	11
图表 13: 公司在汽车零部件行业中处于二、三级供应商的位置.....	12
图表 14: 2021 年年中至今, 钢材价格已逐步回落至 2020 年低位.....	12
图表 15: 截至 2024 年 10 月末, LME 铝已回落至相对低位 (美元/吨).....	13
图表 16: 公司引进了国际先进的多种高端装备.....	13
图表 17: 公司核心技术综合体现在生产加工的各个环节.....	14
图表 18: 公司核心技术体现在产品端表现为性能优势及成本优势.....	14
图表 19: 公司在加工精度、加工表面质量等指标上超出客户要求.....	15
图表 20: 公司新能源车类产品客户主要为泰科电子、立讯精密等.....	15
图表 21: 行业内企业客户均较优质.....	16
图表 22: 2023 年中捷精工、德迈仕、易实精密汽车领域创收占比均超过 89%.....	16
图表 23: 2024H1 易实精密汽车领域毛利率高于全部列示的可比公司水平.....	17
图表 24: 易实精密 2020-2023 年 3 年营收 CAGR 达 44.87%, 高于可比公司 (亿元).....	17
图表 25: 2020-2023 年公司新能源产品增速较快, 3 年复合增长率达 79% (万元).....	18
图表 26: 2023 年全球汽车产量实现 9354.66 万辆 (yoy+10%).....	18
图表 27: 2023 年我国汽车销量达 3009 万辆 (yoy+12%).....	19
图表 28: 2023 年我国新能源车销量 949.5 万辆 (yoy+38%).....	19
图表 29: 2023 年公司研发项目情况.....	19

图表 30: 公司上市募投项目情况	20
图表 31: 公司高压接线柱产品图例	20
图表 32: 公司高压屏蔽罩产品图例	20
图表 33: 2023 年我国空气悬架市场中孔辉科技交付量占比为 44.50%	21
图表 34: 公司空气弹簧用支撑环产品图例	21
图表 35: 公司空气弹簧扣压环产品图例	21
图表 36: 易实精密营业收入预测关键假设 (单位: 万元)	22
图表 37: 易实精密毛利率预测关键假设	22
图表 38: 易实精密可比公司估值表 (截至 20241205)	22

1. 精密汽车金属零件“小巨人”，大客户泰科电子

易实精密 2010 年成立，自成立以来一直专注于汽车精密金属零部件的研发、生产和销售，凭借高精密标准、批量灵活生产、快速响应等优良特质，成为多家国内外知名汽车一、二级零部件厂商的合格供应商，提供了众多符合行业发展趋势和适应市场需求的精密金属零部件产品。公司是国家级专精特新“小巨人”企业、国家知识产权优势企业，拥有一个市级企业技术中心，一个省级工程技术研究中心，实验中心获得 CNAS 实验室认可证书，高精度一体化智能金属加工衬套产线项目入选工信部《2021 年新一代信息技术与制造业融合发展试点示范名单》。

图表 1：成立于 2010 年，2016 年开始布局新能源汽车领域



资料来源：公司第一轮问询回复、公司公告、华源证券研究所

按照产品应用领域，公司产品可以划分为新能源汽车专用精密金属零部件、汽车通用精密金属零部件和传统燃油汽车专用精密金属零部件。产品应用于汽车刹车制动系统、各类电子控制单元、新能源汽车高压连接系统以及传统燃油汽车发动机、变速箱等多个汽车子系统。

图表 2：公司产品覆盖新能源、通用、传统燃油三大汽车领域

产品名称	图片	产品用途
新能源汽车专用精密金属零部件		
新能源汽车高压接线柱和母端子		用于新能源汽车充电、BDU 单元，连接其它用电单元如配电器、转换器、变频器，通过特有材质和镀层实现电流传输功能
新能源汽车高压线束多孔铜件		用于新能源汽车高压线束，通过内部特有的多孔结构来实现线束的通过，并配合特有的压铆工艺，实现线束固定功能
新能源汽车储能系统接触器零件		用于新能源汽车储能系统的接触器上，通过螺纹实现电连接功能，通过中间滚花、六边结构实现与注塑件装配连接功能，通过特有材质和镀层、结构实现接触导电功能

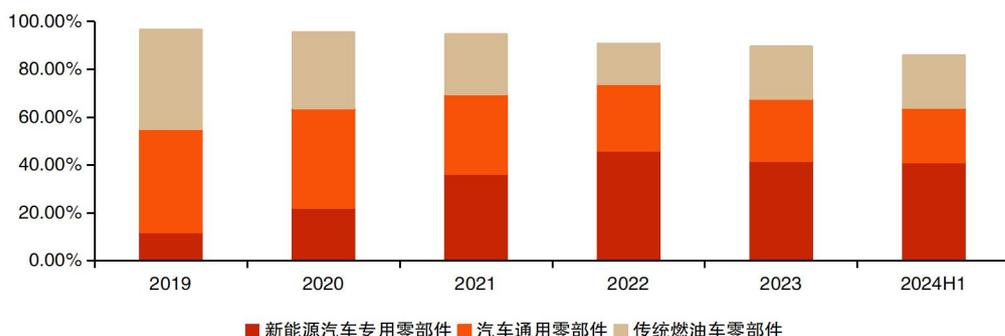
<p>充电盖板用冷 镲衬套</p>		<p>用于专用的新能源汽车平台中，使用在新能源汽车充电盖板内，通过精密的内孔尺寸以及高度尺寸实现连接固定作用</p>
<p>汽车通用精密金属零部件</p>		
<p>制动系统铝嵌 件</p>		<p>用于制动系统控制器组件，通过内孔螺纹以及外圆滚花实现连接固定作用</p>
<p>制动系统控制 器电磁阀壳体</p>		<p>用于制动系统中的控制器单元，通过特有的拉伸结构，实现壳体与垫片装配，满足压入力和顶出力要求，同时通过精密内孔尺寸实现与其他零件的装配</p>
<p>多媒体控制系 统铜嵌件</p>		<p>用于多媒体控制系统组件，通过内孔螺纹以及外圆滚花起连接固定作用</p>
<p>车身安全气囊 铜衬套</p>		<p>用于安全气囊的控制器组件，通过内孔螺纹以及外圆滚花实现连接固定作用</p>
<p>天窗销子</p>		<p>用于天窗导轨系统的结构组件，通过多台阶的精密外径尺寸，实现铆接连接作用</p>
<p>变速箱控制器 固定衬套和小 销钉</p>		<p>用于变速箱控制器，通过表面贴装技术焊接在印刷电路板上，通过特殊材料和镀层的选择，实现电路板与控制器底板的定位作用</p>
<p>空气弹簧用支 撑环</p>		<p>用于底盘空气弹簧系统中，通过精密的内孔公差来实现与其他零件的装配定位，通过特有强度的材料来实现空气弹簧中的支持作用</p>
<p>空气弹簧扣压 环</p>		<p>用于底盘空气悬架系统中，通过特殊材料、精准的塑性变形，实现空气弹簧的密封性能</p>
<p>制动系统用拨 叉</p>		<p>用于底盘制动系统中，通过特有的两头结构来实现刹车踏板和制动执行机构的连接</p>
<p>控制器用铜衬 套</p>		<p>用于传动系统调节控制器，通过外观锥形结构实现与塑料本体固定，实现内孔安装定位连接功能</p>
<p>传统燃油汽车专用精密金属零部件</p>		
<p>变速箱换挡杆</p>		<p>用于传统燃油汽车变速箱，通过端面的U型槽结构、中间凹槽结构以及滚花结构来实现多个零件的装配联动，从而实现汽车驾驶过程中的换挡作用</p>
<p>自动变速箱电 磁阀磁性罩</p>		<p>用于自动变速箱电磁阀中，通过精密的内孔尺寸以及高度尺寸，作为壳体来装配其它电磁阀零件</p>

尾气改善阀门 执行器用保持 架		用于涡轮增压器的尾气改善阀门执行器中，通过特有的U型结构，实现执行器中多个零件连接，保持中间传动齿轮的位置
发动机燃料供 给系统电磁阀 壳体		用于国六标准的发动机燃料供给系统电磁阀中，通过精密的内孔尺寸以及高度尺寸，作为壳体来装配其它电磁阀零件
发动机高压油 泵电磁阀壳体		用于发动机高压油泵系统中，通过精密的内孔尺寸以及高度尺寸，作为壳体来装配其它电磁阀零件
发动机点火系 统衬套		用于发动机的点火线圈中，通过精密的内孔尺寸以及高度尺寸实现连接固定作用
发动机尾气排 放执行器衬套		用于发动机的尾气排放执行器中，通过精密的内孔尺寸以及高度尺寸实现连接固定作用

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

收入端：新能源车专用、汽车通用、传统燃油专用三大业务板块的收入整体呈现增长态势，2024H1 三大业务分别创收 6,413.26 万元、3,527.47 万元、3,367.99 万元。受益于新能源汽车销量的快速增长，2020 年至 2024H1 公司新能源汽车专用零部件业务收入增长较快，占比由 22% 升至 41%，占比接近一半，已超过汽车通用零部件业务和传统燃油车专用零部件业务。

图表 3：2024H1 公司新能源汽车专用零部件业务占比 41.29%

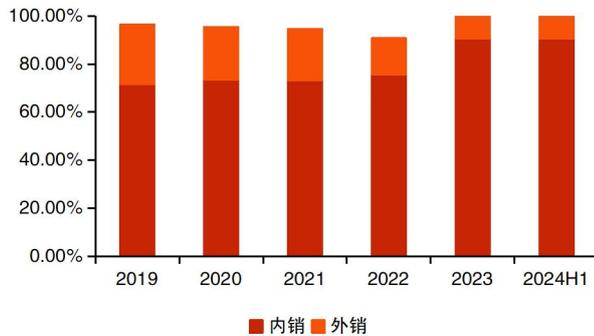


资料来源：Wind、华源证券研究所

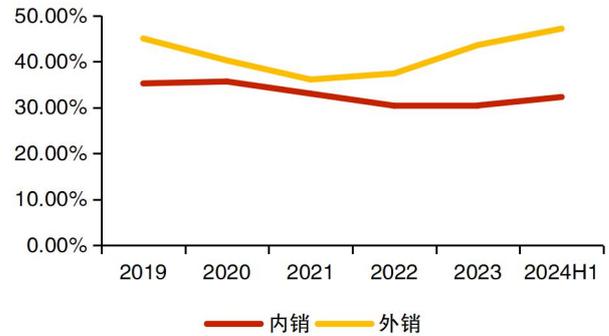
采购&生产模式：生产所需的原材料主要为铜材、钢材、铝材等金属材料，主要从国内采购。主要采取“以销定产”的生产模式。公司生产计划员依据客户订单，制定生产计划，组织安排生产。

销售模式：主要采用直销模式进行销售。汽车零部件行业存在客户认证壁垒，供应商通过认证后方可向客户供货，高端零部件企业客户的认证往往难度更大，时间更长。同时，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。2020年至2024H1内销、外销业务收入占比发生了变化，内销收入占主营业务收入比例由74%升至91%；毛利率对比而言，外销毛利率高于内销毛利率，2022年至2024H1外销毛利率一路爬升，内销毛利率相对保持稳定。

图表 4：2024H1 公司内销收入占比达 90.68%


资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 5：2019-2024H1 公司外销毛利率高于内销毛利率


资料来源：Wind、华源证券研究所

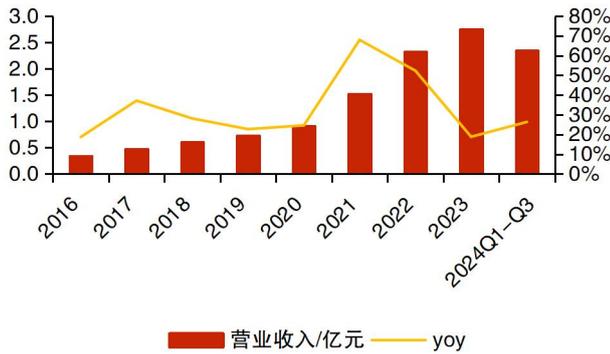
2023 年第一大客户泰科电子收入占比 26.40%。客户主要为汽车整车厂一、二级供应商，已成为安波福、艾尔多、博格华纳、博戈橡胶、博世、柏狮电子、博泽、大陆、德韧干巷、赫尔思曼、海拉、合兴股份、联合电子、立讯精密、泰科电子、维科精密、纬湃汽车、信跃电子、怡得乐、伊维氏等业内知名零部件厂商的供应商。

图表 6：2021-2023 年泰科电子是第一大客户，2023 年收入占比达 26.40%

序号	客户	销售金额(万元)	年度销售额占比 (%)	是否存在联系
2023 年				
1	泰科电子	7279.36	26.4	否
2	伊维氏汽车	2895.02	10.5	否
3	赫尔思曼	1785.17	6.47	否
4	立讯精密	1725.41	6.26	否
5	联合电子	1564.04	5.67	否
合计		15249	55.3	
2022 年				
1	泰科电子	7697.88	33.17	否
2	伊维氏汽车	1678.27	7.23	否
3	赫尔思曼	1672.64	7.21	否
4	立讯精密	1580.76	6.81	否
5	联合电子	1247.07	5.37	否
合计		13876.62	59.79	-
2021 年度				
1	泰科电子	3598.34	23.62	否
2	伊维氏汽车	1576.38	10.35	否
3	柏狮电子	1277.85	8.39	否
4	赫尔思曼	1118.67	7.34	否
5	联合电子	873.49	5.73	否
合计		8444.72	55.43	-

资料来源：Wind、华源证券研究所

营收及归母净利润规模逐年攀升，2023 年实现营收 2.76 亿元 (yoy+18.82%)、归母净利润 5150.91 万元 (yoy+36.15%)。新能源车专用零部件：抓住新能源汽车销量增长的契机，大力发展新能源汽车零部件业务，2022 年、2023 年、2024H1 创收分别同比增长 92.73%、7.75%、42.01%。燃油汽车零部件：2024H1 年燃油汽车零部件业务创收同比增长 52.01%，业务增长较快。通用汽车零部件：增速较为稳定，主要系由于衬套类产品市场需求旺盛。2024 年 Q1-Q3，营收及归母净利润分别为 2.35 亿元 (yoy+26.35%)、4600.87 万元 (yoy+40.86%)，延续增长态势。

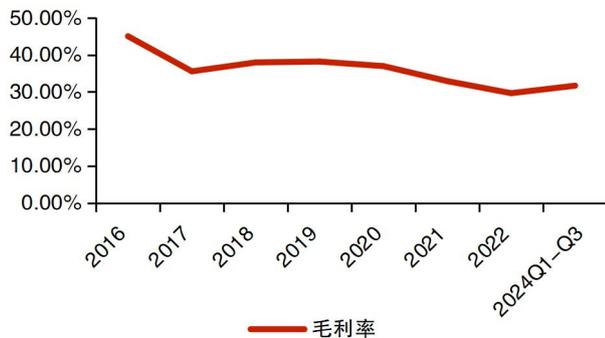
图表 7：2023 年实现营收 2.76 亿元 (yoy+18.82%)


资料来源：Wind、华源证券研究所

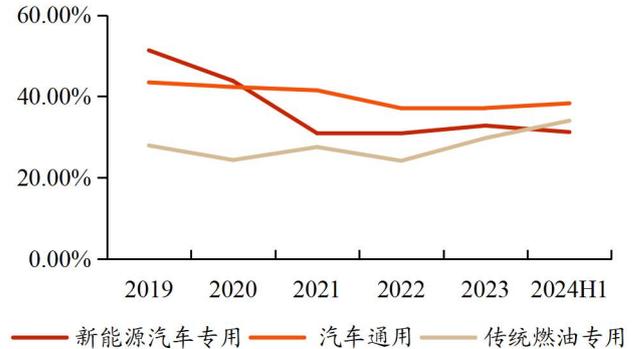
图表 8：2023 年实现归母净利润 5151 万元 (yoy+36%)


资料来源：Wind、华源证券研究所

近年综合毛利率小幅下滑，至 2022 年达 29.66%，2023 年恢复至 31.69%。新能源汽车零部件：2019 年新能源汽车零部件开始生产，销售价格较高，毛利率较高；2020 年有部分新能源汽车零部件转入量产，规模扩大，毛利率有所下降；2021-2022 年进一步下降的主要原因是铜价格的上涨，另一方面是少量产品销售价格有所调整。2022-2024H1 毛利率基本保持稳定。通用汽车零部件：2022 年通用汽车零部件毛利率较 2021 年出现下降，主要原因是通用汽车零部件产品出口较多，受欧元汇率波动影响较大。燃油汽车零部件：2019-2022 年，毛利率区间内波动，2023-2024H1 逐渐增长。2024 年前三季度，综合毛利率回升至 33.13%。

图表 9：2023 年公司综合毛利率达 31.69%


资料来源：Wind、华源证券研究所

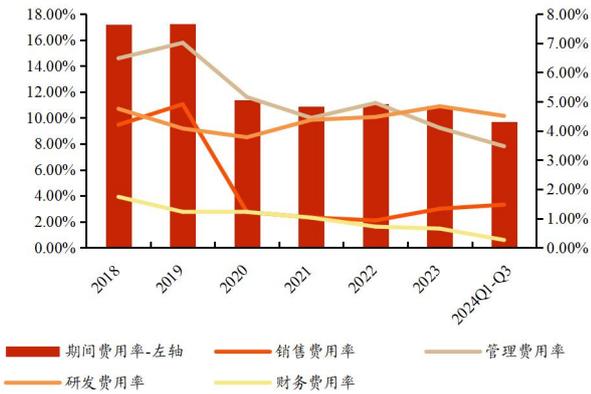
图表 10：2021 年后汽车通用类业务的毛利率较高


资料来源：Wind、华源证券研究所

2024Q1-Q3 年公司期间费用率为 9.71%。近 4 年期间费用率较 2019 年降低较多，主要因国际公共卫生安全原因，销售人员出差、接待客户减少，导致销售费用占比降低，同时管理费用占比也在降低所致。

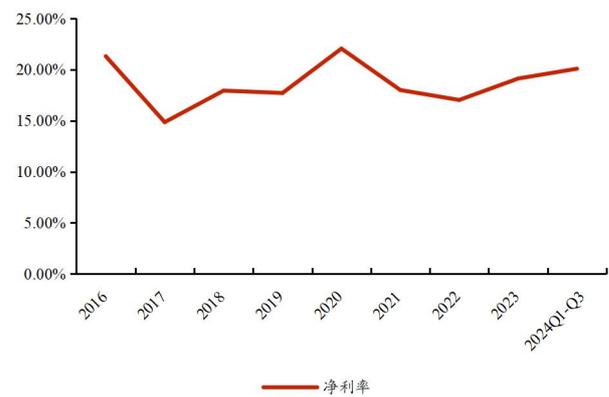
净利率水平较为波动，2024Q1-Q3 达 20.08%。受毛利率及期间费用率的综合影响，净利率呈现区间内波动，2020 年达到高点 22.05%。

图表 11：2024Q1-Q3 公司期间费用率为 9.71%



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 12：2024Q1-Q3 公司净利率达 20.08%

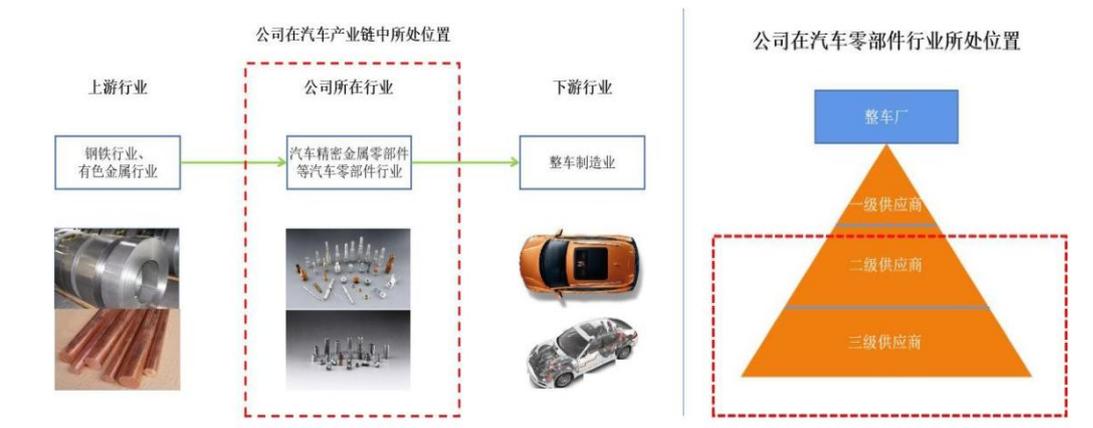


资料来源：Wind、华源证券研究所

2. 核心竞争力怎样解读？公司盈利能力壁垒几何？

公司在汽车零部件行业中，业务聚焦于汽车精密金属零部件细分行业，处于二、三级供应商的位置。汽车零部件行业及其细分的精密金属零部件制造行业，向上游钢铁、有色金属行业采购各类金属，作为主要原材料；向下游整车制造业提供组件、部件等。

图表 13：公司在汽车零部件行业中处于二、三级供应商的位置

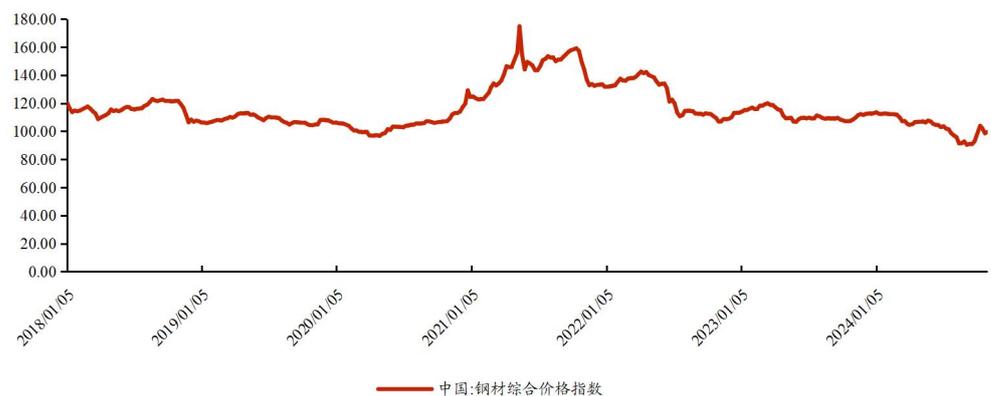


资料来源：公司招股书、华源证券研究所

➤ 钢材、铜材、铝材价格波动对下游成本和运营造成一定压力

汽车精密金属零部件行业的上游行业主要为钢铁行业、有色金属行业（铝、铜）。我国钢材产量已多年位居世界第一，供应充足。根据中钢协的钢材综合价格指数，2019–2020 年，我国钢材价格基本维持稳定。2021 年以来，钢材价格冲高后回落，目前已逐步回归至上涨前水平。

图表 14：2021 年年中至今，钢材价格已逐步回落至 2020 年低位



资料来源：中国钢铁工业协会、Wind、华源证券研究所

我国铝材和铜材产量也多年位居世界第一，供应充足。根据 Wind 数据，2019–2020 年，伦敦金属交易所（LME）的现货铝和现货铜价格基本维持稳定。2021 年，LME 铝和 LME 铜均出现较大幅度上涨，且持续在高位运行。2022 年 3 月达到价格高点后有所回落。当前 LME 铜仍然处于高位，而 LME 铝已逐步回落至相对低位。

图表 15: 截至 2024 年 10 月末, LME 铝已回落至相对低位 (美元/吨)



资料来源: 伦敦金属交易所、Wind、华源证券研究所

2.1. 引进国际多种先进高端装备, 技术工艺领先造就核心壁垒

生产装备先进性: 进口高端机床、检测等设备。引进了国际先进的多种高端装备, 如高速精密压力机床、舒特多工位组合机床、比勒 (Bihler) 冲压成型折弯机、西铁城\斯达\津上 CNC 自动机床, Mazak\宫野车铣复合数控机床、通快激光焊接机等, 具有生产效率高、加工精度高、产品质量稳定等特点, 整体处于行业领先水平。公司同时配套有 Durr 等超声波清洗机、马尔圆度测量仪、FISHER 镀层测厚仪、蔡司三坐标机、IBG\MECTRON 涡流探伤机、人工智能 AOI 全选检验机等各类高端精整、清洗、检测设备, 有效保证生产工艺稳定性, 并对过程质量进行有效管控。

图表 16: 公司引进了国际先进的多种高端装备



资料来源: 公司招股书、华源证券研究所

技术先进性: 体现在原材料选择、加工工艺路线设计组合、模具刀具、清洗、检测等各环节。其中加工工艺路线设计组合包括单道工艺或工艺组合 (如机加工或者冷镦+机加工等) 的选择、加工参数的制定, 模具刀具方面包括机加工工艺涉及的刀具、油品的选择、冲压/拉

伸/冷锻工艺涉及的模具设计、开发、论证等。截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有各项专利共 75 项，其中发明专利 12 项。

图表 17：公司核心技术综合体现在生产加工的各个环节

序号	核心技术名称	产品生产过程中起作用	应用环节
1	多轴联动精密机加工技术	保证产品加工精度的同时，通过多工位加工提高产品加工效率，降低生产成本	机加工成型工序
2	全自动智能检测技术	替代人工检验，提高检验效率和可靠性，满足客户零缺陷的质量要求	自动化检验工序
3	新能源零件精密加工技术	实现产品高压导电、延长使用寿命等功能要求，同时提高产品加工效率，降低生产成本	机加工成型工序、表面处理工序
4	复杂冲压折弯加工技术	提高产品加工精度，提高产品加工效率	冲压成型工序
5	多工艺清洗技术	提高产品的清洁度水平，满足客户使用高要求	后道工序
6	精密激光焊接技术	通过模内焊接技术，避免二次加工，提高产品加工效率和加工稳定性	冲压成型工序
7	高速深拉伸加工技术	提高产品加工精度，提高产品加工效率，降低生产成本	拉伸成型工序
8	板材精密冲压加工技术	使得产品满足加工公差精度要求和表面质量要求	冲压成型工序
9	多工位冷锻加工技术	提高产品加工效率，降低生产成本	冷锻成型工序

资料来源：公司第一轮问询回复、华源证券研究所

产品先进性：性能、成本、服务方面具备优势。具体表现为制动系统用铝嵌件精度及生产效率、新能源高压接线柱类产品精度及高压充电标准、高压屏蔽罩生产效率等；可以在客户要求的交期内完成交货、提供成套的产品解决方案、持续提供售后保障，具有服务方面优势。产品生产效率的提升有助于成本控制，缩短交货周期，提升盈利能力及综合竞争力。

图表 18：公司核心技术体现在产品端表现为性能优势及成本优势

优势类型	性能优势	成本优势	性能+成本优势
产品综合优势	产品加工精度、导电、屏蔽、稳定性等性能高，优势突出。	产品生产效率高，材料损耗少，废品率低。	产品精度高，性能优异，同时生产效率高。
代表产品及对应客户	1、新能源高压接线柱类产品获泰科电子、立讯精密认可。 2、天窗销子获珀尔曼认可。 3、部分母端子产品获赫尔思曼认可。	1、高压屏蔽罩获泰科电子认可。 2、空气弹簧扣压环和支撑环获浙江孔辉认可。 3、发动机燃料供给系统电磁阀壳体获联合电子认可。	1、制动系统用铝嵌件获大陆认可。 2、控制器用铜衬套获伊维氏汽车认可。 3、发动机喷油系统用导向套获博世认可。
代表产品优势情况	1、新能源高压接线柱类产品，精度可达±10微米，超出客户需求，产品稳定性好；可用于800V高压充电，高于行业内一般的380V高压充电标准。 2、天窗销子精度可达±10微米，超出客户需求；经过发黑处理，提高防锈能力。 3、部分母端子精度可达±10微米，高于客户要求；具有低压导电能力，同时具有优良的密封作用。	1、高压屏蔽罩生产效率高达30-50个/分钟，效率高于普通冲压产品。 2、空气弹簧扣压环和支撑环相较于行业内一般机加工产品，材料损耗减少60%。 3、发动机燃料供给系统电磁阀壳体，生产效率高达200个/分钟，高于一般机加工产品。	1、制动系统用铝嵌件精度超出一般机加工产品20%左右，加工效率60个/分钟，是一般机加工的30倍。 2、控制器用铜衬套精度超出一般机加工产品20%左右，加工效率60个/分钟，是一般机加工的15倍左右。 3、发动机喷油系统用导向套精度超出一般机加工产品精度20%左右，加工效率30个/分钟，是一般机加工的10倍左右。

资料来源：公司第二轮问询回复、华源证券研究所

图表 19：公司在加工精度、加工表面质量等指标上超出客户要求

核心技术	指标	公司要求	客户要求
新能源零件精密加工技术	加工精度	外径最小公差±10微米	外径最小公差±30微米
	加工表面质量	粗糙度最高要求Ra0.8锐边圆角过度，没有披锋毛刺	粗糙度最高要求Ra0.8 可能存在轻微毛刺
	耐电压工作环境	可满足800V高压使用	满足800V高压使用
	过程废品率	0.20%	
高速深拉伸加工技术	加工精度	内径±12微米	内径±18微米
	加工效率	最高可以达到600pcs/min	
	过程废品率	0.20%	
复杂冲压折弯加工技术	加工精度	内径最小公差±20微米 圆度最小公差50微米	内径±100微米 圆度200微米
	加工效率	最高可以达到200pcs/min	
	过程废品率	0.10%	
多轴联动精密机加工技术	加工精度	内径最小公差±8微米 同心度最小公差5微米	内径20微米 同心度10微米
	加工表面质量	粗糙度最高要求0.6/Ptmax10	粗糙度最高要求0.6/Ptmax10
	加工效率	最高可以达到60pcs/min	
	过程废品率	0.20%	
多工艺清洗技术	加工精度	最高清洁度要求：颗粒小于200微米	颗粒度600微米
全自动智能检测技术	检测精度	最小检验精度：2微米	
	检测能力	可实现各类外观缺陷检测	
板材精密冲压加工技术	加工精度	外径最小公差±15微米	±20微米
	加工表面质量	冲裁面90%光亮带	70%光亮带
多工位冷镦加工技术	加工效率	外径最小公差±50微米，平面度最小公差80微米	外径最小公差±75微米，平面度最小公差80微米
精密激光焊接技术	加工质量	焊接强度超过材料本体100%	焊接强度超过材料本体80%
	加工效率	可以实现一道模内焊接成型，比传统两道加工效率提升一倍	

资料来源：公司第一轮问询回复、华源证券研究所

2.2. 客户优质，规模尚小、但盈利能力及成长性优于同业可比

客户结构：汽车领域业务的客户大多数为国内外上市公司（或其子公司）、全球汽车零部件配套供应商百强或细分行业龙头。以 2022 年客户结构来看，新能源车类客户主要为泰科电子、赫尔思曼、立讯精密等；通用类客户主要为伊维氏汽车、柏狮电子、合兴股份等；传统燃油类客户包括联合电子、立讯精密、艾尔多等。

图表 20：公司新能源车类产品客户主要为泰科电子、立讯精密等

大类	产品	直接客户
新能源类	新能源汽车高压接线柱	泰科电子、立讯精密
	新能源汽车高压母端子	赫尔思曼
	新能源汽车储能系统接触器零件	庆良电子
	新能高压线束多孔铜件	赫尔思曼
通用类	制动系统铝嵌件	大陆、伊维氏汽车、柏狮电子、泰科电子、安波福、合兴股份、Swoboda
	控制器用铜衬套	伊维氏汽车
	车身安全气囊铜衬套	柏狮电子、泰科电子、Trend technologies
	制动系统铝嵌件	柏狮电子
传统燃油类	发动机燃料供给系统电磁阀壳体	联合电子
	发动机尾气排放执行器衬套	伊维氏汽车、立讯精密、精英模具、OECHSLER Romania SRL
	自动变速箱电磁阀磁性罩	联合电子、富临精工
	发动机喷油系统用导向套	博世
	变速箱排挡杆	博戈橡胶

资料来源：公司第一轮问询回复、华源证券研究所

同行业企业的业务及客户对比：同行业竞争对手产品领域更为宽泛，不仅包含汽车领域，还包含了 3C、通讯、半导体、工业自动化等领域。总体来看，公司业务规模与福立旺汽车类业务近似，高于荣亿精密，低于其他同行业竞争对手，主要原因是汽车精密金属零件产品结构存在差异，单价低于大部分同行业竞争对手。整体来看业内企业的客户结构均较为优质（普遍未披露前五大客户具体名单）。

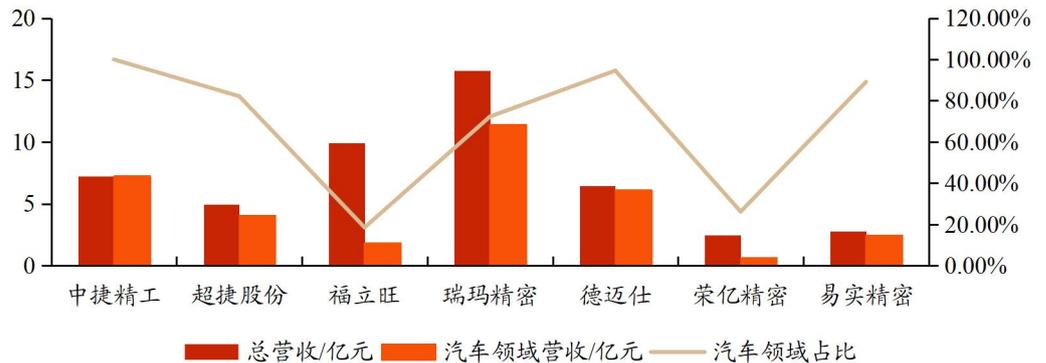
图表 21：行业内企业客户均较优质

可比公司	客户
易实精密	安波福、艾尔多、博世、博格华纳、大陆、合兴股份、海拉、赫尔思曼、联合电子、立讯精密、泰科电子、伊维氏
中捷精工	天纳克、博戈、威巴克、住友理工、大陆、长城汽车
瑞玛精密	采埃孚天合、哈曼、斯凯孚、法雷奥、大陆、博世、博格华纳、麦格纳、安波福、蒂森克虏伯、德尔福、敏实集团、延锋、拓普集团等
福立旺	伟巴斯特、英纳法
超捷股份	石川岛、华域视觉、盖瑞特、博世、佛吉亚、麦格纳、法雷奥、海拉、安道拓、德韧、上海菱重、宁波丰沃、博马科技、法雷奥西门子
丰光精密	美国岱高公司、均胜电子
荣亿精密	凯中精密、怡得乐、安费诺、康龙电子、皇裕精密、均胜电子

资料来源：公司第二轮问询回复、华源证券研究所

同行业企业规模对比：总营收规模对比而言，瑞玛精密、福利旺较大，2023 年分别营收 15.77 亿元、9.92 亿元；单对汽车领域而言，瑞玛精密、中捷精工、德迈仕 2023 年分别创收 11.4 亿元、7.24 亿元、6.12 亿元，位列可比公司第一梯队，而易实精密汽车领域创收 2.46 亿元，具备较大发展空间。所覆盖领域而言，中捷精工、德迈仕、易实精密领域专注度较高，汽车领域创收占比均超过 89%。

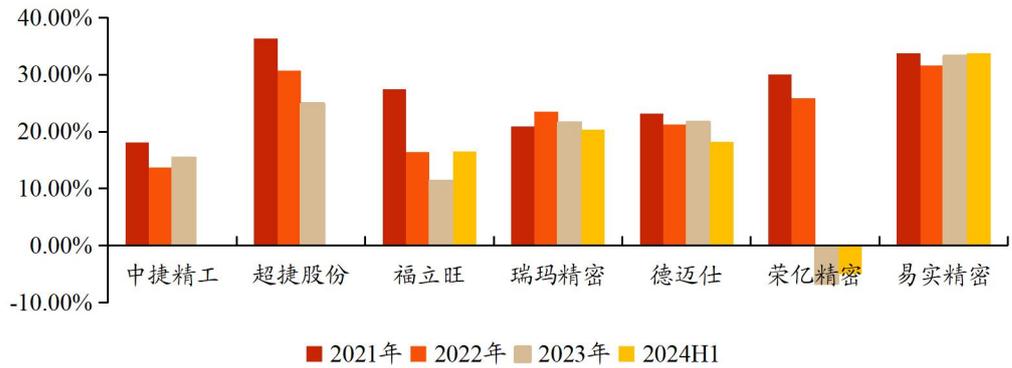
图表 22：2023 年中捷精工、德迈仕、易实精密汽车领域创收占比均超过 89%



资料来源：Wind、华源证券研究所

同行业企业盈利能力对比：单就汽车领域来看，可以发现业内企业的汽车零部件业务近几年有所下滑，主要由于钢材、铜材、铝材价格波动对原材料的成本控制产生一些负面影响。2024H1 年易实精密汽车领域毛利率达 33.75%，高于全部列示的可比公司水平，反映出较高生产效率带来的较强成本控制能力。

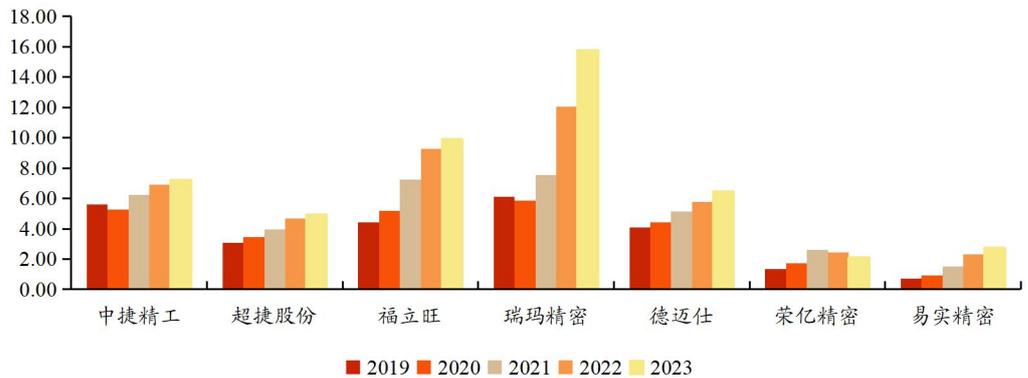
图表 23：2024H1 易实精密汽车领域毛利率高于全部列示的可比公司水平



资料来源：Wind、华源证券研究所 注：图中德迈仕为制造类业务毛利率

同行业企业成长性对比：从 2020–2023 年的 3 年营收复合增速来看，易实精密以 CAGR 44.87% 领先于一众列示可比公司，3 年营收复合增速高于 25% 的还有瑞玛精密。

图表 24：易实精密 2020–2023 年 3 年营收 CAGR 达 44.87%，高于可比公司（亿元）



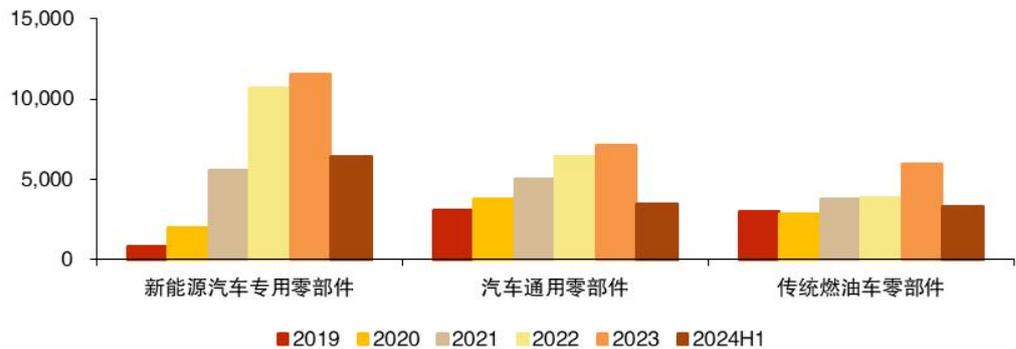
资料来源：Wind、华源证券研究所

3. 新品类放量，未来市场空间及可持续性怎么看？

3.1. 汽车产业稳步复苏，公司新能源产品增速较快

基本盘&增量盘：新能源产品增速较快，通用类产品稳定增长。2020-2023年期间，新能源车类、通用类、传统燃油车类零部件业务创收复合增速分别为79%、24%、28%。2024H1新能源汽车专用零部件营收同比增长42.01%。可以看出近年来基本盘通用类业务增速稳定，增量盘新能源车类业务增速较快，且仍具备发展潜力。

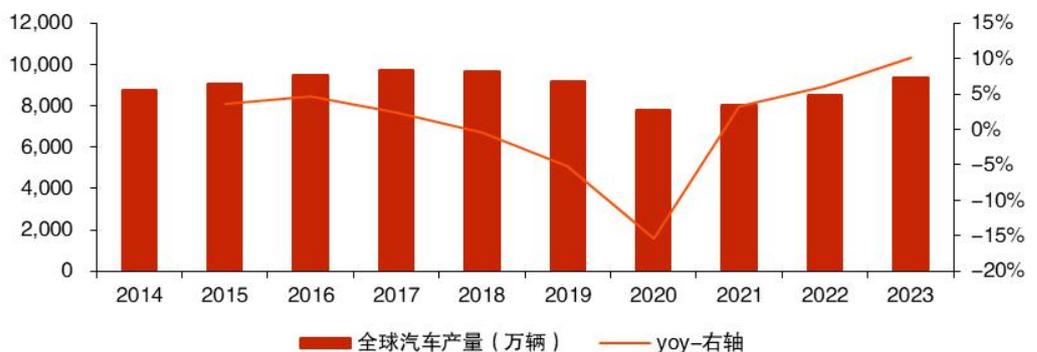
图表 25：2020-2023 年公司新能源产品增速较快，3 年复合增长率达 79%（万元）



资料来源：Wind、华源证券研究所

全球市场：2021年后受新能源车带动，全球汽车产量开始回升。经过一百多年的发展，汽车行业已步入成熟发展期。2017年前全球汽车行业产量总体呈上升趋势。2018年以来，受到全球经济放缓和中美贸易摩擦的影响，全球汽车行业产量开始出现下滑。2020年受到全球新冠疫情的冲击，全球汽车产量出现15%的同比较大幅度下滑。2021年在新能源汽车产量增长的带动下，全球汽车产量实现增长。2023年延续增长态势，全球汽车产量实现9354.66万辆（yoy+10%）。

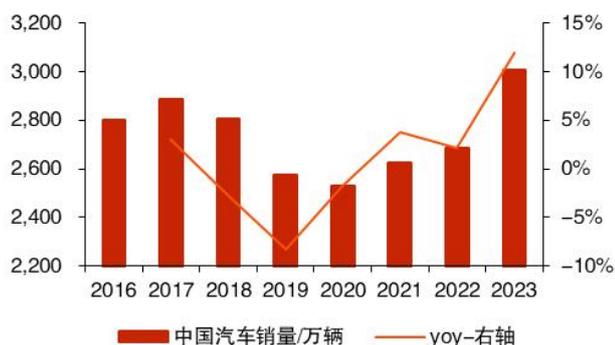
图表 26：2023 年全球汽车产量实现 9354.66 万辆（yoy+10%）



资料来源：中汽协、iFinD、华源证券研究所

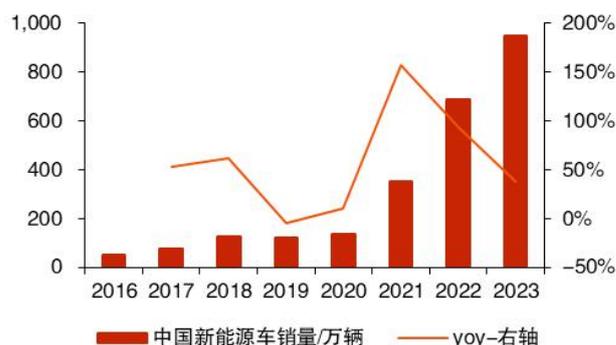
中国市场：2023年我国汽车销量达3009万辆（yoy+12%），其中新能源车达949.5万辆（yoy+38%）。随着全球经济一体化分工体系的确立和发达国家汽车制造产业向发展中国家的转移，我国汽车产业得到快速发展。

图表 27：2023 年我国汽车销量达 3009 万辆 (yoy+12%)



资料来源：中汽协、华源证券研究所

图表 28：2023 年我国新能源车销量 949.5 万辆 (yoy+38%)



资料来源：中汽协、华源证券研究所

2024 年公司紧紧围绕整体发展战略及年度经营目标，对内整合资源，优化管理，对外加大市场开拓的力度，合理调整产品结构，密切跟踪行业上下游的发展动向，**注重新能源汽车零部件的研发、量产**，同时侧重在研发设计、制造和检测等环节进行针对性、持续性创新。

图表 29：2023 年公司研发项目情况

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	预计对公司未来发展的影响
新能源汽车 AMP 高压充电连接器母端子的研发	本项目着眼于即将被广泛应用于电动汽车的高压直充技术，属于满足新一代国标的 AMP 高压充电系统组件，用于在充电时连接新能源汽车电芯与充电桩，可以满足未来 3-5 年的 800V 高压直流快充方案乃至中远期 1100V 方案的性能需求	研发中	相对于以往的技术，此技术能够进一步降低污染，节约能源，有利于生态环境的平衡发展。
第二代刹车自动系统用金属零件的开发	该项目是用于大陆集团 MKC2 制动系统，是行车安全直接相关的重要功能性部件，具有十分重大的技术意义和市场意义，市场前景十分广阔。	研发中	通过本项目的实施，确保企业在产品工艺技术上的优势，进一步扩大产品市场占有率，而且能够带动国内汽车关键零部件技术水平的大幅提升。
空气弹簧用圆线型支撑环的研发	通过空气作为弹簧介质，最大限度地提供减震效果，同时依靠减震气囊对空气的约束，保证减震机构具备一定的韧性。	完成	满足市场需求，丰富公司产品种类，提高公司经济效益。
新一代高压连接器用端子的研发	项目着眼于未来将被广泛应用于电动汽车的高压直充技术，是高压连接器的端子，采用缩步距的方式，使得客户装配效率提升一倍，在未来 3-5 年内均具有技术先进性，市场前景十分广阔。	完成	通过技术革新全面提升企业的声誉。
IGBT 用金属散热板	IGBT 作为一种功率半导体器件工业控制及自动化领域的核心元器件，金属散热板是 IGBT 中非常关键的零件。本项目着眼于绿色交通发展下，越来越多的应用市场需求，市场前景十分广阔。	完成	技术的改进创新，使公司的研发、产品的应用进入一个新的前沿科技领域，进一步增强公司的核心竞争力。
高压油泵系统用高精率一体化密封支撑座	本产品用于客户新一代高压油泵系统，对燃油的利用效率有较大的提升以及对排放的降低有较大的帮助。	研发中	通过引进奥地利马克在深拉伸领域的尖端技术和丰富经验，配合经验丰富的国内技术团队，进行消化吸收，为公司在深拉伸领域的发展提供 坚实的技术支持。
高压喷油器油路系统精密调整套	本产品具有较高的延展性，通过外部挤压和收缩，可以精确地控制发动机燃油喷射器喷出的油雾颗粒大小，使燃油充分燃烧，实现提高燃油经济性，降低油耗的目的。	研发中	本项目应用于博世最新一代的 HDP6 高压燃油喷射系统，市场前景广阔。

资料来源：Wind、华源证券研究所

3.2. 高压接线柱等产品投产在即，空悬产品供货孔辉前景可期

(1) 高压接线柱及高压屏蔽罩—新能源车类业务

公司上市募投项目包括“新能源汽车高压接线柱及高压屏蔽罩生产线扩建项目”和“研发中心扩建项目”，预计均于 2024 年年底达到可使用状态。

图表 30：公司上市募投项目情况

序号	项目名称	总投资规模/万元	拟使用募集资金/万元	建设期
1	新能源汽车高压接线柱及高压屏蔽罩生产线扩建项目	11,824.43	11,824.43	2 年
2	研发中心扩建项目	1,164.18	1,164.18	2 年
合计		12,988.61	12,988.61	

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

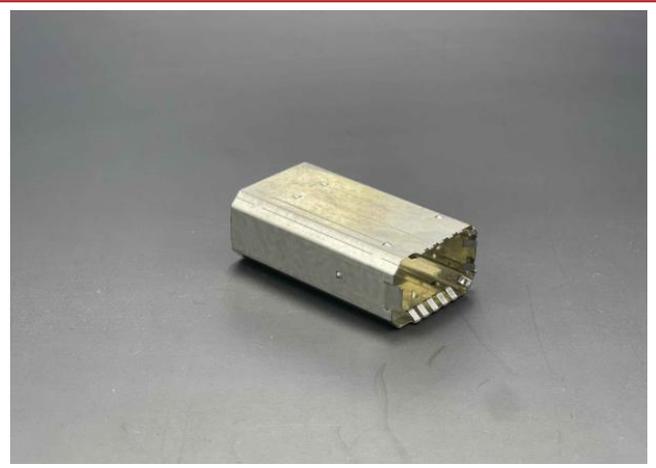
公司高压接线柱产品的主要客户为泰科电子和立讯精密。在新能源汽车产品领域，公司也拥有较强的竞争实力。以公司客户举例，2022 年，公司第一大客户为泰科电子，销售收入为 7,697.88 万元，占公司营业收入比例为 33.17%。泰科电子作为连接器行业的全球性龙头企业，是全球第一大连接器厂商，在全球连接器市场占比约 15.5%，在汽车连接器市场也是全球龙头企业。公司与泰科电子业务上的紧密合作体现了公司在新能源汽车领域尤其是高压接线柱和母端子产品上的竞争优势。未来公司将继续拓展与现有客户例如赫尔思曼、立讯精密及安波福等在高压屏蔽罩领域的业务合作范围，深入了解并充分满足客户需求，深入挖掘客户的潜在需求，增强现有客户粘性。

图表 31：公司高压接线柱产品图例



资料来源：公司官网、华源证券研究所

图表 32：公司高压屏蔽罩产品图例

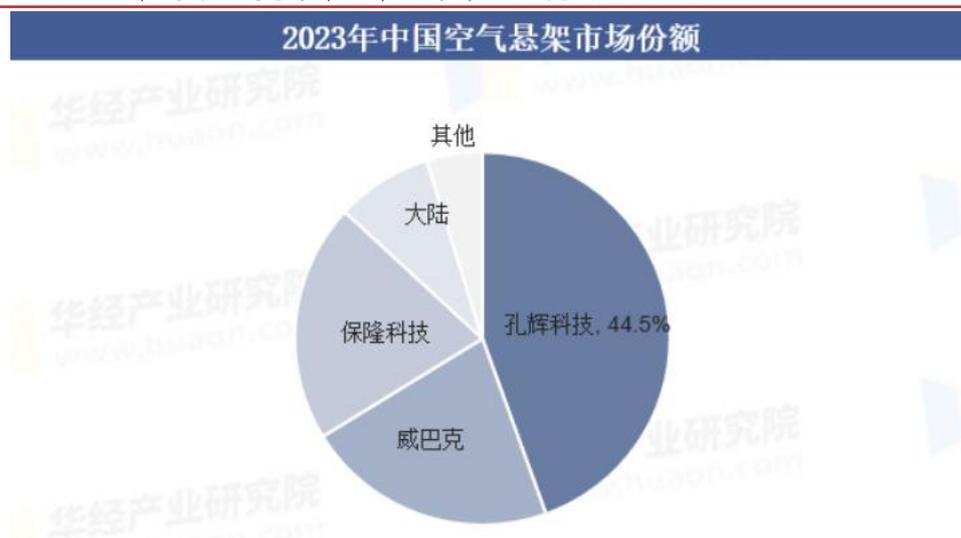


资料来源：公司官网、华源证券研究所

(2) 空气悬架用扣押环、支撑环—新能源车类业务

空气悬架是目前应用最广泛的主动悬架，与传统悬架最大的区别在于弹性元件的升级，并新增电子控制系统及气泵等部件，赋予悬架智能动态调节功能，结构更为复杂。空气弹簧和电控减振器是空气悬架的核心部件。空气弹簧用于调节高度与刚度，电控减振器用于调节阻尼。根据华经产业研究院数据显示，2022 年国内空气悬架（空气弹簧）市场中，国内外厂商占比分别为 32.57%和 67.43%。而在 2023 年，国内自主厂商实现强势崛起，孔辉科技和保隆科技交付量分别超过 25 万套和 11 万套，占比分别为 44.50%和 20.70%。随着国产自制能力和成本优势的提升，国内自主厂商有望继续扩大份额。

图表 33：2023 年我国空气悬架市场中孔辉科技交付量占比为 44.50%



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

根据公司 2023 年财报信息，公司为孔辉科技供应商，随着我国新能源车市场发展，我们认为公司空气悬架用扣押环、支撑环产品有望持续放量。

图表 34：公司空气弹簧用支撑环产品图例



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

图表 35：公司空气弹簧扣压环产品图例



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于公司新能源车业务和传统燃油车业务新品放量的预期，我们假设公司 2024–2026 年整体营收同比增长率分别为 26%、21%、24%，综合毛利率基本维持稳定。

图表 36：易实精密营业收入预测关键假设（单位：万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	15,231.72	23,205.04	27,572.03	34,850.61	42,019.58	51,953.66
yoy	67.98%	52.35%	18.82%	26.40%	20.57%	23.64%
新能源汽车专用	5,550.36	10,697.38	11,526.65	14,638.85	19,762.44	25,493.55
yoy	175.23%	92.73%	7.75%	27.00%	35.00%	29.00%
汽车通用	5,049.23	6,472.70	7,150.08	7,307.38	7,453.53	7,677.14
yoy	33.66%	28.19%	10.47%	2%	2%	3%
传统燃油	3,806.60	3,879.12	5,971.50	8,957.25	10,659.13	14,389.82
yoy	33.28%	1.91%	53.94%	50.00%	19.00%	35.00%

资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 37：易实精密毛利率预测关键假设

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	32.92%	29.66%	31.69%	32.76%	31.08%	30.91%
新能源汽车专用	30.92%	30.91%	32.81%	33.50%	31.30%	31.00%
汽车通用	41.49%	37.08%	37.13%	38.00%	36.30%	36.10%
传统燃油	27.54%	24.15%	29.74%	34.00%	32.20%	32.00%

资料来源：Wind、华源证券研究所

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 0.66、0.78 和 0.96 亿元，对应 PE 为 31.5、26.4、21.6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。同业可比公司包含超捷股份、保隆科技、富临精工，可比公司 2024PE 均值 47.5X。

图表 38：易实精密可比公司估值表（截至 20241205）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
超捷股份	301005.SZ	31.02	41.83	0.39	0.67	1.15	79.5	46.3	27.0
保隆科技	603197.SH	38.96	82.62	1.94	2.79	3.65	20.1	14.0	10.7
富临精工	300432.SZ	15.46	188.81	0.36	0.79	0.98	42.9	19.6	15.8
均值				0.90	1.42	1.93	47.5	26.6	17.8
易实精密	836221.BJ	21.44	20.73	0.68	0.81	0.99	31.5	26.4	21.6

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：日期截至 20241205；可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；易实精密盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

产品价格年降风险：由于汽车整车厂在其产品生命周期中一般采取前高后低的定价策略，因此部分整车厂在进行零部件采购时，会根据其整车定价情况要求其供应商逐年适当下调供货价格，部分一、二级供应商为了减轻自身成本压力，进而可能要求公司适当下调供货价格。如果公司不能做好产品生命周期管理和成本管控，积极开拓新客户、研发新产品，将面临产品平均售价下降风险，进而影响公司毛利率水平和盈利能力。

原材料价格波动风险：公司产品生产所需原材料主要为铜材、钢材、铝材，受国内外大宗商品价格大幅波动影响，产品的生产成本存在波动性。如果未来公司原材料价格大幅度上涨，且公司不能及时在产品定价方面转嫁此风险，会存在因原材料价格上涨带来的成本增加、毛利率下降、业绩下滑的风险，从而影响公司的盈利水平。

出口业务风险：公司境外客户分布在德国、美国、墨西哥、罗马尼亚等全球多个国家及地区。近年来，全球市场贸易摩擦不断，贸易保护主义有抬头的趋势。如果公司主要产品进口国设置贸易壁垒、提高关税征收额度、开展反倾销、反补贴调查或实行其他贸易保护措施，将可能会造成境外销售收入下滑，从而对经营业绩产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	53	89	134	191
应收票据及账款	92	119	127	142
预付账款	3	4	5	6
其他应收款	3	4	5	6
存货	72	87	95	105
其他流动资产	72	55	56	57
流动资产总计	295	358	422	508
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	116	122	128	124
在建工程	46	31	16	2
无形资产	17	16	16	16
长期待摊费用	1	0	1	1
其他非流动资产	8	8	9	11
非流动资产合计	187	177	169	154
资产总计	482	535	592	662
短期借款	29	24	19	14
应付票据及账款	54	63	68	74
其他流动负债	14	22	27	34
流动负债合计	98	109	114	121
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债合计	105	116	121	128
股本	97	97	97	97
资本公积	153	153	154	156
留存收益	114	155	204	265
归属母公司权益	364	405	455	517
少数股东权益	13	14	15	16
股东权益合计	378	420	470	534
负债和股东权益合计	482	535	592	662

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	53	63	77	95
折旧与摊销	17	18	21	23
财务费用	2	1	1	0
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	7	-31	-8	-18
其他经营现金流	4	4	3	3
经营性现金净流量	82	54	93	103
投资性现金净流量	-143	12	-12	-5
筹资性现金净流量	79	-31	-35	-41
现金流量净额	18	36	45	57

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	276	349	420	520
营业成本	188	234	290	359
税金及附加	2	2	3	4
销售费用	4	5	4	7
管理费用	11	14	16	20
研发费用	13	16	16	19
财务费用	2	1	1	0
资产减值损失	-3	-4	-3	-3
信用减值损失	-1	0	0	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	4	3	3	3
营业利润	56	76	90	111
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	61	76	90	111
所得税	8	9	11	13
净利润	53	67	79	97
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司股东净利润	52	66	78	96
EPS(元)	1	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	18.82%	26.40%	20.57%	23.64%
营业利润增长率	25.51%	36.26%	19.46%	22.39%
归母净利润增长率	36.15%	27.71%	19.30%	22.52%
经营现金流增长率	136.94%	-33.53%	70.75%	11.21%
盈利能力				
毛利率	31.69%	32.76%	31.08%	30.91%
净利率	19.12%	19.11%	18.91%	18.73%
ROE	14.14%	16.23%	17.23%	18.58%
ROA	10.68%	12.29%	13.26%	14.52%
ROIC	19.00%	23.07%	25.35%	30.62%
估值倍数				
P/E	40.25	31.52	26.42	21.56
P/S	7.52	5.95	4.93	3.99
P/B	5.69	5.11	4.55	4.01
股息率	0.93%	1.19%	1.42%	1.74%
EV/EBITDA	20	21	17	14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。