

瑞玛精密 (002976)

证券研究报告

2022年09月08日

拟收购空气悬挂系统标的，技术+产品赋能打开广阔成长空间

事件：

公司公告，公司拟通过发行股份及支付现金方式或者全额现金方式购买浙江大知进出口有限公司（以下简称“标的公司股东”）全资孙公司 Pneuride Limited 51.00%股权，并在本次股权转让完成后按照前述股权转让价格向标的公司或其全资控股股东增资人民币 8,000 万元。

我们的点评如下：

1、收购方案概述：

收购方案：1) 标的公司对价 6.65 亿元，公司拟优先选择 3.39 亿元现金+换股收购 51%股权，如果标的公司未完成 ODI 手续，则改为全现金收购，并且再增资 8000 万，交易完成后瑞玛将持股标的的 56.26%股权。2) 标的方业绩对赌，2022-2024 年承诺实现的净利润不低于人民币 5000 万元、8500 万元和 1.05 亿元。

2、收购资产情况：

1) Pneuride 为空气悬挂系统标的，主要产品有空气弹簧/空气支柱、减震器、电控空气悬架 (ECAS)、空气悬架压缩机、AVS 产品及工业用空气波纹管等，同时在电子控制单元方面（硬件+软件）具备丰富的设计和测试经验，可以满足客户严格的性能要求(比如电磁的兼容性)和一系列数据传输操作的协议标准。**标的公司现已成为全球首家提出滑板式底盘概念的美国 Rivian 公司汽车空气悬挂系统独家供应商，并于近期成功与美国一家造车新势力公司签订了汽车空气悬挂系统的开发协议。**2) 本次收购将快速推动公司在汽车空气悬挂领域业务的战略布局，**公司将从空气悬挂系统部件产品供应商快速转型成为汽车空气悬挂系统综合解决方案提供商，并依托标的公司的技术研发能力及具备行业竞争力的产品品类，适时在国内投资建设空气悬挂系统工厂，提高国内空气悬挂系统业务的市场份额。**

3、空气悬挂市场未来可期，收购优质资产赋能技术

空气悬挂渗透率预计将不断提高。国内空气悬挂市场刚刚起步，在商用车领域，危化品运输车安装空气悬架已有强制性规定，重卡空悬渗透率约 5%；乘用车领域，目前乘用车整体渗透率在 3.5%左右，25 万元以上乘用车渗透率约 16%，2021 年 1-10 月份国内乘用车空悬市场渗透率约 1.49%。目前蔚来包括 ES8、ET7、ES7 等车型均已搭载空气悬挂系统。随着更多非高端车型开始装载空气悬挂后，我们预计**空气悬挂的渗透率或将持续提升。**

公司此前空气悬架产品已获得大陆集团定点，此次拟收购 Pneuride Limited 将进一步完善公司在空气悬挂产品上的产品+技术+客户布局。Pneuride Limited 公司主要客户包括 Rivian，其是美国电动汽车初创公司，背后拥有强大的支持者，如电商巨头亚马逊已经向这家电动车初创公司投资了超过 10 亿美元，并一次性订购了 10 万辆电动送货车；传统车企豪强福特汽车也为 Rivian 提供了 8 亿美元的资金。Pneuride 的成长性突出，瑞玛精密通过此次筹划重组，有望大力拓展国内外空气悬挂市场，同时赋能技术与产品的研发拓展。

盈利预测与投资建议：

公司持续在汽车领域进行拓展，客户资源优质并通过收购增资丰富产品品类，有望充分受益于汽车智能化+网联化发展浪潮。不考虑本次收购，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 0.90、1.35 和 1.80 亿元，对应 22 年 36 倍 PE，23 年 24 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示：收购进展不及预期、5G 推广节奏不及预期的风险、行业竞争导致价格下降风险、新产品应用不及预期的风险、汽车行业景气度不及预期的风险

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	27.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	120.00
流通 A 股股本(百万股)	35.27
A 股总市值(百万元)	3,259.20
流通 A 股市值(百万元)	957.80
每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	41.54
一年内最高/最低(元)	31.77/13.60

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

姜佳汛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

林屹皓 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520040001
linhonghao@tfzq.com

余芳沁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080006
yufangqin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《瑞玛精密-公司点评:盈利能力明显回升业绩超预期，车载业务拓展喜人未来持续高增可期!》 2022-07-15
- 2 《瑞玛精密-首次覆盖报告:内生+外延深度布局汽车电子，技术+客户资源+产品拓展助力乘风而起》 2022-05-26

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	584.19	754.90	1,202.53	1,740.39	2,308.39
增长率(%)	(4.21)	29.22	59.30	44.73	32.64
EBITDA(百万元)	136.74	146.77	144.80	189.54	236.59
归属母公司净利润(百万元)	55.53	45.63	90.10	135.78	181.17
增长率(%)	(35.27)	(17.83)	97.47	50.70	33.43
EPS(元/股)	0.46	0.38	0.75	1.13	1.51
市盈率(P/E)	58.70	71.43	36.17	24.00	17.99
市净率(P/B)	4.31	4.15	3.77	3.33	2.88
市销率(P/S)	5.58	4.32	2.71	1.87	1.41
EV/EBITDA	16.27	16.42	21.66	17.75	14.29

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	339.72	250.93	300.63	435.10	577.10
应收票据及应收账款	234.08	249.35	552.34	801.29	1,058.24
预付账款	4.25	5.27	10.06	10.91	18.22
存货	119.07	170.94	314.26	364.07	552.99
其他	142.83	79.63	71.35	93.49	85.80
流动资产合计	839.94	756.11	1,248.63	1,704.86	2,292.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	204.54	226.15	267.72	298.83	315.96
在建工程	11.65	77.48	78.74	71.87	60.93
无形资产	36.26	35.38	34.28	33.19	32.09
其他	14.09	37.63	36.69	29.83	34.01
非流动资产合计	266.54	376.63	417.43	433.72	443.00
资产总计	1,106.48	1,132.74	1,666.06	2,138.58	2,735.34
短期借款	12.71	5.00	143.88	429.87	560.68
应付票据及应付账款	185.48	203.02	409.85	410.79	655.10
其他	91.91	47.08	132.49	134.01	169.37
流动负债合计	290.10	255.11	686.22	974.66	1,385.16
长期借款	50.00	60.00	93.29	161.88	191.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.95	22.71	15.00	12.00	10.00
非流动负债合计	59.95	82.71	108.29	173.88	201.54
负债合计	350.95	343.44	794.51	1,148.54	1,586.70
少数股东权益	(0.13)	4.57	7.00	10.58	15.27
股本	100.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	461.81	436.24	438.23	438.23	438.23
留存收益	195.82	231.45	308.04	423.45	577.45
其他	(1.97)	(2.97)	(1.72)	(2.22)	(2.30)
股东权益合计	755.54	789.29	871.55	990.04	1,148.64
负债和股东权益总计	1,106.48	1,132.74	1,666.06	2,138.58	2,735.34

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	63.86	42.95	90.10	135.78	181.17
折旧摊销	24.92	33.74	38.26	41.85	44.90
财务费用	1.20	8.49	(3.58)	(9.83)	(15.94)
投资损失	(7.85)	(5.41)	(4.46)	(7.91)	(5.93)
营运资金变动	(48.43)	(49.95)	(162.52)	(313.45)	(169.98)
其它	19.57	16.68	4.77	6.21	7.52
经营活动现金流	53.27	46.51	(37.44)	(147.35)	41.74
资本支出	64.56	110.25	87.71	68.00	52.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(256.54)	(167.37)	(167.04)	(129.09)	(100.07)
投资活动现金流	(191.98)	(57.13)	(79.34)	(61.09)	(48.07)
债权融资	72.77	11.21	177.19	364.41	176.42
股权融资	343.61	(6.57)	(10.72)	(21.50)	(28.09)
其他	(54.04)	(71.59)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	362.33	(66.94)	166.47	342.91	148.34
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	223.62	(77.56)	49.70	134.46	142.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	584.19	754.90	1,202.53	1,740.39	2,308.39
营业成本	421.86	574.79	919.31	1,344.47	1,790.12
营业税金及附加	3.31	2.91	7.08	8.93	11.44
销售费用	13.80	19.25	25.85	34.81	43.86
管理费用	49.20	63.50	93.80	130.53	167.36
研发费用	30.16	42.90	63.73	90.50	118.88
财务费用	(0.01)	4.60	(3.58)	(9.83)	(15.94)
资产/信用减值损失	(11.15)	(14.05)	(8.92)	(8.37)	(8.45)
公允价值变动收益	0.38	1.10	1.90	2.00	2.00
投资净收益	7.85	5.41	4.46	7.91	5.93
其他	3.97	13.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	64.84	40.88	93.78	142.51	192.14
营业外收入	7.43	4.51	4.60	5.52	4.88
营业外支出	1.26	0.15	0.49	0.63	0.42
利润总额	71.01	45.25	97.89	147.39	196.60
所得税	7.15	2.30	4.92	7.40	9.91
净利润	63.86	42.95	92.97	139.99	186.69
少数股东损益	8.34	(2.67)	2.87	4.21	5.52
归属于母公司净利润	55.53	45.63	90.10	135.78	181.17
每股收益(元)	0.46	0.38	0.75	1.13	1.51

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-4.21%	29.22%	59.30%	44.73%	32.64%
营业利润	-41.11%	-36.95%	129.39%	51.96%	34.83%
归属于母公司净利润	-35.27%	-17.83%	97.47%	50.70%	33.43%
获利能力					
毛利率	27.79%	23.86%	23.55%	22.75%	22.45%
净利率	9.50%	6.04%	7.49%	7.80%	7.85%
ROE	7.35%	5.81%	10.42%	13.86%	15.99%
ROIC	16.97%	12.25%	15.98%	17.00%	15.42%
偿债能力					
资产负债率	31.72%	30.32%	47.69%	53.71%	58.01%
净负债率	-35.33%	-20.57%	-4.41%	18.35%	17.42%
流动比率	2.89	2.90	1.82	1.75	1.65
速动比率	2.48	2.24	1.36	1.38	1.26
营运能力					
应收账款周转率	2.70	3.12	3.00	2.57	2.48
存货周转率	5.80	5.21	4.96	5.13	5.03
总资产周转率	0.68	0.67	0.86	0.91	0.95
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.38	0.75	1.13	1.51
每股经营现金流	0.44	0.39	-0.31	-1.23	0.35
每股净资产	6.30	6.54	7.20	8.16	9.44
估值比率					
市盈率	58.70	71.43	36.17	24.00	17.99
市净率	4.31	4.15	3.77	3.33	2.88
EV/EBITDA	16.27	16.42	21.66	17.75	14.29
EV/EBIT	19.74	21.13	29.43	22.78	17.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com