

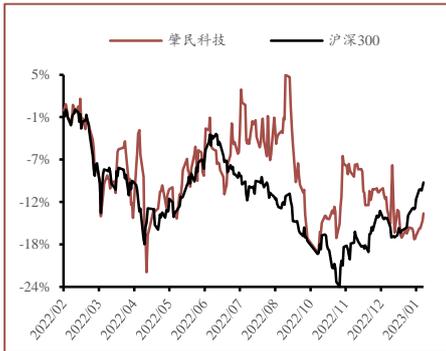
## 精密注塑优秀供应商，优质零配企业蓄势待发

■ 证券研究报告

### 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-01-20
收盘价(元)	27.71
流通股本(亿股)	0.38
每股净资产(元)	11.46
总股本(亿股)	0.96

#### 最近 12 月市场表现


**分析师** 余剑秋

SAC 证书编号: S0160522050003

yujq01@ctsec.com

#### 相关报告

### 核心观点

- ❖ **精密塑料件供应商，新能源车+高端家电的核心零配件。**公司专注精密注塑件+注塑模具，业界知名度高，产品涉及汽车传动、转向、热管理等核心领域部件，长期与全球高端汽车和家电品牌合作（A.O.史密斯、松下、特斯拉、三花智控等），近五年营收利润复合增长率超 25%。公司 2021 年收入 5.8 亿元，净利润 1.2 亿元，受疫情影响，2022 年前三季度营收 4 亿元，同比-7.7%；归母净利润 0.77 亿元，同比-6.5%，随着全面放开市场恢复，业绩逐季改善向上。
- ❖ **公司面临的行业机遇：1) 汽车变革带来工程塑料量价齐升。**汽车新能源化+轻量化（以塑替钢）+国产化趋势，工程塑料零配件迎来大发展，预计未来十年，汽车自重还将减轻 20%左右，塑料已是最优材料选择之一。目前我国车用塑料制品约 70 千克/辆，相较于日本 100 千克、德国近 300 千克，提升空间大；**2) 家电高端化带来零配件企业集中度提升。**家电行业基本成熟，未来向高端智能方向，以智能座便器为例，2020 年销量超 200 万台增长 40%+，优质零配件企业将不断集中；**3) 塑料制品大发展，结构优化。**2021 年塑料零件及其他塑料制品实现营业收入 7311 亿元，实现 16%的增长，塑料制品行业结构优化，加速转型。
- ❖ **公司如何把握发展机遇：1) 日式企业注重技术积累，研发实力强。**公司前身为日本独资企业肇民精密，传承较强研发实力，公司研发人员占比 18%左右，拥有自主知识产权 110 余项，且多次获上海专精特新企业、上海市重点技术改造项目支持等荣誉；**2) 客户资源雄厚，进入产业趋势核心圈：**公司长期合作客户包括康明斯、日本特殊陶业、三花智控、马勒等汽车零部件企业及 A.O.史密斯、松下等家用电器企业。近些年，其热管理模块球阀、水泵叶轮、转子等核心精密件突破显著，已作为特斯拉供应链二级供应商，未来有望再进一步。**3) 内部精细化管理优秀，外部不断丰富产品线：**公司高效的组织生产能力，产品毛利净利高于行业，2022H1 精密注塑件及精密模具毛利率分别为 34%及 35%。同时，公司顺应产业趋势，在热管理系统、电池系统核心功能件发力明显，例如三花智控电子水泵水阀部件，莱顿混动车发动机减震器部件等。
- ❖ **公司未来战略发展与方向选择：1) 扩产能抓核心：**公司湘潭市新生产基地一期工程已基本完成，募投上海项目已进展过半，产能释放夯实基本盘；**2) 拓品类拓客户：**加强热管理单点和多点开拓，重点发展新客户，提升价值量。**3) 做管控提效率：**优化生产计划和管理过程，提升效率和品质。
- ❖ **投资建议：**公司具备完备产品研发和生产管理体系，产能持续释放，客户稳固拓展。预计公司 2022-2024 年实现营业收入 5.6/7.4/9.6 亿元，同比-4.7%/+32%/+30%；归母净利润 1.1/1.4/1.8 亿元，同比-8.2%/+29.0%/+28.2%。从 PE 角度分析，2022-2024 年 EPS 为 1.11/1.43/1.84 元，参考 1 月 20 日收盘价，对应 PE 分别为 25/19/15 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**客户拓展不及预期风险、产品研发不及预期风险、市场竞争加剧风险、客户相对集中风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	495	584	557	735	956
收入增长率 (%)	47.91	18.05	-4.68	31.92	30.04
归母净利润(百万元)	104	116	107	138	176
净利润增长率 (%)	45.21	11.42	-8.16	28.96	28.15
EPS (元/股)	2.61	2.43	1.11	1.43	1.84
PE	0.00	26.46	24.91	19.32	15.08
ROE (%)	38.80	10.54	9.45	11.69	14.23
PB	0.00	3.11	2.35	2.26	2.14

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1	精密注塑件优秀供应商，行业机遇蓄势待发.....	5
2	肇民科技：面对什么样的产业背景？ .....	8
2.1	行业概述：汽车轻量化、新能化，塑料制品产品结构优化.....	9
2.2	公司业务：产品线持续丰富，精细化生产管理，持续开拓新客户.....	11
2.2.1	产品线持续丰富：加强轻量化、新能化产品布局.....	12
2.2.2	精细化生产管理：产品品质和生产效率持续提升.....	13
2.2.3	持续开拓新客户：稳固存量客户，拓展新客户，市场份额不断提升.....	14
3	公司未来发展战略与方向选择.....	16
3.1	扩产能抓核心：持续拓展业务，抢占发展先机.....	16
3.2	做管控提效率：专注精密零部件业务，不断提高管理水平.....	16
3.3	拓品类拓客户：持续进行产品拓展，实现价值量飞跃.....	17
4	盈利预测与估值.....	17
4.1	行业空间测算.....	17
4.2	盈利预测.....	18
4.3	估值分析.....	18
5	风险提示.....	19

## 图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	公司汽车领域主要产品.....	5
图 3.	精密注塑件工艺流程图.....	6
图 4.	精密注塑模具工艺流程图.....	6
图 5.	截至 2022Q3 公司股权结构及控股公司.....	7
图 6.	公司 2017-2021 年营业收入持续增长 .....	8
图 7.	公司 2017-2021 年归母净利润持续增长 .....	8
图 8.	公司汽车部件精密注塑件占比持续提升.....	8
图 9.	公司精密注塑件业务毛利率 2022 年基本稳定.....	8
图 10.	2021 年全国塑料制品行业规模增长 12.8%.....	10
图 11.	新能源汽车销量保持较快增长.....	10

图 12. 塑料零件及其他塑料制品制造产业链.....	11
图 13. 公司主要产品.....	12
图 14. 研发费用 2019-2021 年持续提升 .....	12
图 15. 公司新开发并达到量产条件的产品储备充足.....	12
图 16. 公司 2021 年主要研发项目.....	13
图 17. 公司注塑产品毛利率显著高于行业其他可比公司.....	14
图 18. 公司注塑模具毛利率显著高于行业其他可比公司.....	14
图 19. 2018-2020 年公司主要客户销售额 .....	15
图 20. 2021 年公司前 5 大客户销售额.....	15
图 21. 2019 年以来公司精密注塑件量价齐升.....	17
图 22. 公司存货周转率维持在较为稳定水平.....	17
图 23. 公司市值与 PE.....	19
表 1. 公司 IPO 募集资金用途.....	16
表 2. 公司业务拆分情况.....	18
表 3. 业务可比公司基本财务情况（截至 2023/1/20，可比公司 PE 及 PB 估值均采取 wind 一致预 期） .....	19
表 4. 可比公司估值情况（截至 2023/1/20，可比公司 PE 及 PB 估值均采取 wind 一致预期） .....	19

## 1 精密注塑件优秀供应商，行业机遇蓄势待发

公司成立于2011年，业务主要承接自日本独资企业肇民精密，发展成为以特种工程塑料的应用开发为核心，专注于为客户提供高品质工程塑料精密件的制造商，主营业务为精密注塑件及配套精密注塑模具的研发、生产和销售。公司2014年经营范围增加汽车零部件销售，经营范围持续扩大；2019年变更为股份有限公司，并成立子公司湖南肇民；2021年于创业板注册上市。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网，财通证券研究所

精密注塑件是以精密注塑方式加工成型的塑料制品，区别于普通注塑成型的一般注塑件，其尺寸精度保持在较高水平。公司生产的精密注塑件产品主要集中在汽车和家用电器等领域，产品精度可达0.01mm，并保持稳定批量生产。精密注塑件在汽车领域的应用主要可分为内饰件、外饰件和功能结构件，公司汽车领域产品主要为汽车功能结构件。

图2.公司汽车领域主要产品

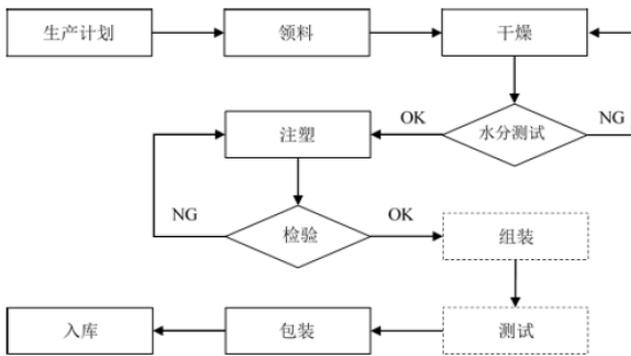


数据来源：公司官网，财通证券研究所

塑料件优势明显，精密度要求高。塑料功能结构件能在保证足够精度和机械强度的前提下，提高耐腐蚀度、耐磨度、表面光滑度、使用性能、降噪效果和减重效果，因此广泛应用于汽车发动机周边、传动系统、行驶系统、转向系统和制动系统中。精密注塑模具系精密注塑件的核心工艺装备，精密注塑件的加工成型需要

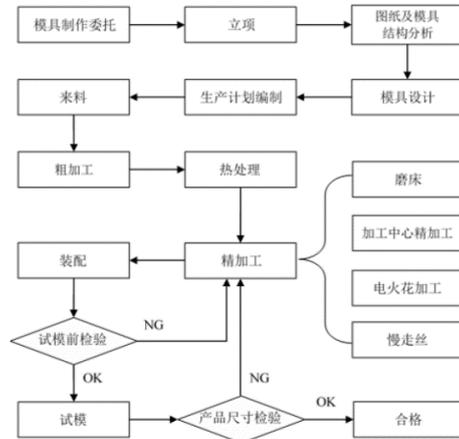
利用精密注塑模具的特定型腔形状完成。公司生产的精密注塑模具主要为精密注塑件的配套模具。

图3.精密注塑件工艺流程图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4.精密注塑模具工艺流程图

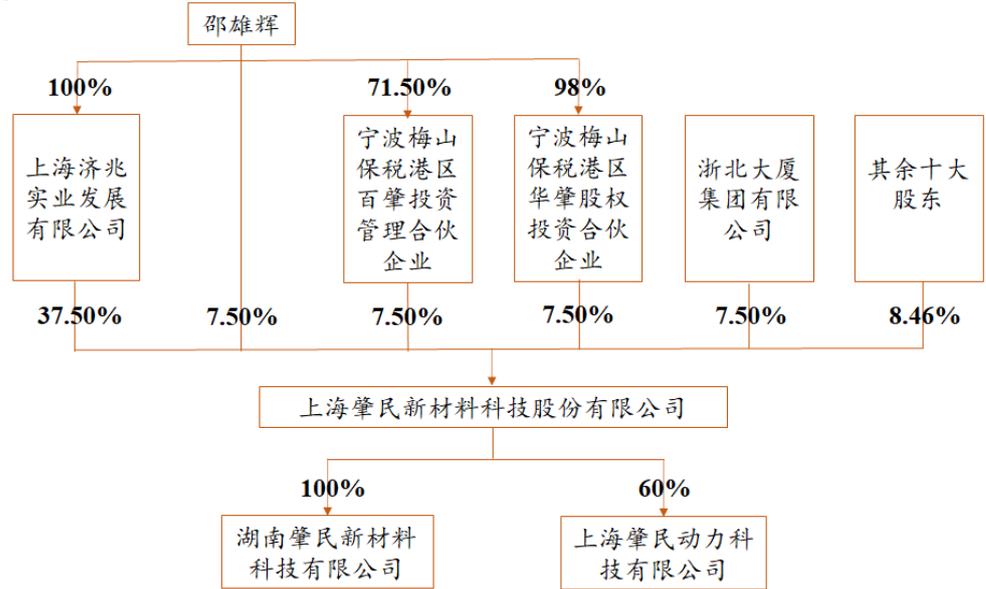


数据来源：公司公告，财通证券研究所

**公司管理层务实高效，股权结构稳定。**公司秉承“不断进取，勇于挑战”的价值观以及“为了客户的感动和感谢而制造”的使命意识，努力实现“成为中国工程塑料的领导者，做中国最好的精密模具”的公司愿景，针对不同客户的需求，不断提升精密制造水平。公司实际控制人为邵雄辉，截至 2022 年 Q3，邵雄辉通过直接和间接控制共持有公司 57.7% 的股份。邵雄辉先生在塑料制造行业从业 20 年，现担任上海肇民新材料科技股份有限公司的董事长兼总经理。

**公司员工激励机制及人才培养方案完善。**为充分调动管理层骨干员工的积极性，保持团队凝聚力，2017 年 12 月，公司向部门经理及骨干员工实施股权激励，与邵雄辉等共计 18 人签署《合伙协议》，邵雄辉持有的百肇投资 227.5 万元财产份额以 2.14 元/单位份额转让给受激励员工，目前已实施完毕。除此之外，公司鼓励创新，并建立完整的激励机制，调动研发人员的主观能动性和研究积极性；制定完整的员工专业培训机制，涵盖外部培训、国外技术交流、内部导师培养等多个环节。

图5.截至 2022Q3 公司股权结构及控股公司



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司主营业务主要为精密注塑件和精密注塑模具，精密注塑件产品销售收入为公司的主要收入来源。2021，公司精密注塑件产品收入占主营业务收入的比例达到91%。公司精密注塑件产品可分为汽车部件、家用电器部件和其他，其中汽车部件和家用电器部件为公司主要产品系列，2021年两者占主营业务收入的比重分别为70%和21%。

公司收入持续增长，2022年短暂承压。2017-2021年，公司收入持续增长，自2.3亿元增长至5.8亿元，CAGR为26%；其中，精密注塑件产品收入自2.1亿元增长至5.3亿元，CAGR为27%。2022年H1由于新冠疫情，公司的生产销售受到影响，收入和净利润短期承压，2022Q3收入和净利润恢复增长。

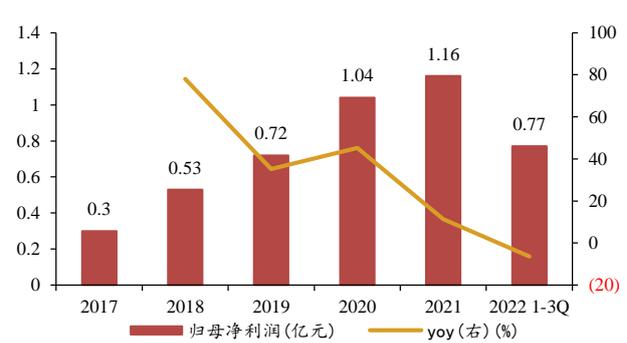
公司汽车部件收入实现较快增长，2017年至2021年，自1.02亿增长至4.1亿，CAGR为41%，主要由于：1) 公司对传统优质客户的业务持续增长；2) 随着汽车排放“国六标准”的出台和实施，公司对康明斯、石通瑞吉等相关汽车部件企业的销售大幅提升；3) 公司在新能源汽车零部件产品的开拓贡献收入增长动力。公司汽车部件销售收入和国内汽车行业销量波动存在差异，主要原因为：1) 公司产品应用领域广泛，在乘用车、商用车、新能源车等领域均有布局，存量产品订单量稳定；2) 公司顺应行业发展趋势，开发符合轻量化和新能源化需求的产品，不断获得新产品销售订单。

公司家电部件业务发展较为稳健。2019 年度，公司家用电器部件收入下降 12.5%，主要原因系部分厨卫家电客户经营调整，公司产品系列相应调整所致。2020 年受疫情影响，终端家电产品销量下滑，公司收入短暂承压。2021 年，公司通过持续开发新产品，在高端家电零部件市场不断取得突破，家电零部件收入实现 18.8% 增长。

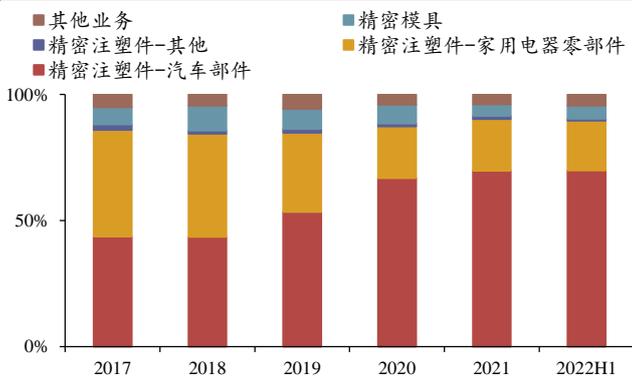
由于产品结构调整，公司 2019-2021 年毛利率有所调整，2022 年起基本稳定。2019 年度，受单价较低的舍弗勒轴承用零部件（球）销量大幅增加的影响，公司汽车部件平均单价大幅下降。2020 年汽车部件的毛利率下降较大，主要系康明斯“国六标准”发动机滤芯部件销售收入占比大幅提升所致，该部件外购配件的组装工序毛利率相对较低。2021 年，需求方面国内外地区销售均受疫情影响，成本方面原材料价格持续上行，对公司产品的毛利率整体带来一定负面影响。2021H2 开始商用车客户占比开始降低，2022 年起新能源汽车零部件占比持续提升，因此毛利率逐步稳定。

**图6.公司 2017-2021 年营业收入持续增长**

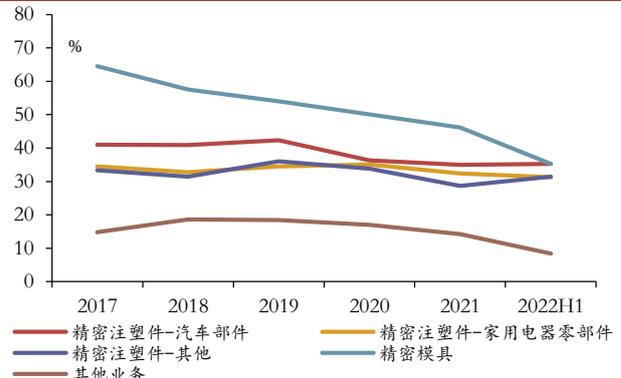

数据来源：公司公告，财通证券研究所

**图7.公司 2017-2021 年归母净利润持续增长**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

**图8.公司汽车部件精密注塑件占比持续提升**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

**图9.公司精密注塑件业务毛利率 2022 年基本稳定**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2 肇民科技：面对什么样的产业背景？

## 2.1 行业概述：汽车轻量化、新能化，塑料制品产品结构优化

汽车行业轻量化、新能化、国产化趋势明显，给配套零部件企业带来增量需求。

**1) 轻量化：**轻量化是一种有效的节能环保途径，尤其对于新能源汽车具有重要现实意义。轻量化能够在确保安全性稳定性的前提下，实现对汽车零部件的节能优化设计，降低汽车整备质量，进而提高汽车动力性，减少动力系统负荷，降低刹车距离和燃料消耗，减少大气污染。新能源汽车由于电池包自重大，整车重量普遍高于同级燃油车，轻量化通过降低能耗，达到相同续航所需要的电池包能量更低的效果，从而实现重量和成本的进一步降低。根据公司招股说明书，有研究表明，新能源汽车质量每降低 10%，对应续航里程可增加 5%~10%，节约 15%~20% 的电池成本以及 20% 的日常损耗成本。

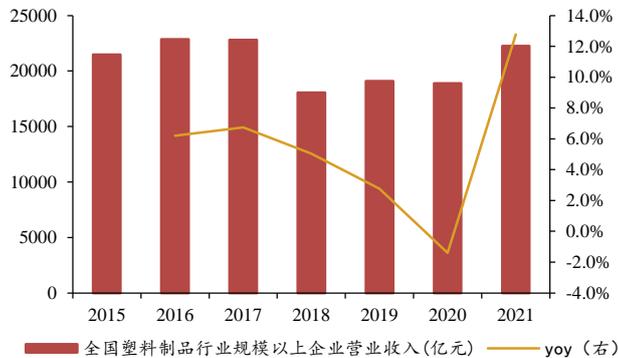
汽车“轻量化”材料主要可分为工程塑料、高强度钢、铝合金、镁合金和复合材料。工程塑料能够长期作为结构材料承受机械应力，并在较宽的温度范围内和较为苛刻的化学物理环境中使用，其优点在于：一是基于其密度小、质量轻的特点，能够降低成本，替代钢材等传统金属材料；二是可以铸成比钢组合更为复杂的性状，能够提高设计的灵活性。

工程塑料在汽车中的应用不断增多，工业发达国家汽车塑料的用量占塑料总消费量的 8-10%。德国每辆汽车平均使用塑料制品近 300 千克，约占汽车材料消费总量的 22%；日本每辆汽车平均使用塑料达 100 千克，约占汽车材料消费总量的 7.5%。相比较而言，我国每辆汽车使用塑料制品在约 70 千克，未来塑料使用量有较大提升空间。

**2) 新能化：**随着居民消费观念的改变、全球环境保护需求不断提升，汽车行业正朝着降低排放、节约资源的方向发展。我国为防治压燃式及气体燃料点燃式发动机汽车排气对环境的污染，出台并实施了汽车排放“国六标准”。汽车排放“国六标准”是指《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（GB 17691-2018）和《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（GB 18352.6-2016），分别于 2019 年 7 月 1 日和 2020 年 7 月 1 日开始实施。该政策属于强制性标准，因此能够有效带动相关零部件的新增需求，同时随着“国六标准”汽车存量逐渐扩大，维修和换新市场需求也有所增长。

我国通过政策扶持和引导，支持新能源汽车产业较快发展，为新能源汽车的配套零部件企业带来增量需求。随着国家政策支持、消费者环保意识增强和新能源车性能逐渐提升，我国新能源汽车销量维持较快增长。2022 年，我国汽车销量完成 2686 万辆，同比+2.1%；新能源汽车销量完成 689 万辆，同比+95.6%。同时，汽

车在美观和售后服务等方面需求的变化，也给整车厂的市场竞争带来了变化，为一线零部件供应商和上游配套企业提供了增长机遇和增长空间。

**图10.2021年全国塑料制品行业规模增长12.8%**


数据来源：工信部，财通证券研究所

**图11.新能源汽车销量保持较快增长**


数据来源：中国汽车工业协会，Wind，财通证券研究所

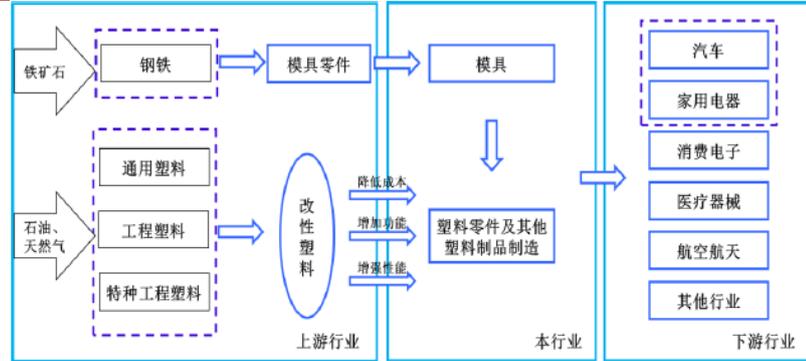
**3) 国产化：全球经济一体化背景下，为降低成本，大型整车企业多采用零部件全球采购策略。**由于传统汽车工业强国在产品、技术、品牌等各方面历史积累深厚，零部件行业生产发展方向多由大型海外企业主导。随着国内优质上游企业研发技术和生产工艺的不断提升，量产后生产效率和成本优势的逐步体现，能够逐步进入国际头部汽车零部件企业的供应链，获得较好的发展机遇。

近年来，我国塑料制品行业一直处于产品结构不断优化、生产工艺持续改进的趋势中。2021年发布的《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》中指出，科技革命和产业变革将推动塑料加工业加快转型发展，超大规模市场优势将拓展塑料加工行业应用领域，行业“十四五”期间也将坚持“功能化、轻量化、精密化、生态化、智能化”技术进步方向。2021年，行业转型升级大背景下，原材料价格大幅上涨压缩行业利润，据国家统计局数据，2021年全国塑料制品行业规模以上企业18056家，同比增长8.8%；实现营业收入22264亿元，同比增长12.8%；利润总额1296亿元，同比增长0.9%。其中，塑料零件及其他塑料制品占比最大，实现营业收入7311亿元，占比33%，同比增长16%；利润总额426亿元，占比33%，同比增长0.6%。行业集中度有所提升，但仍然参与者较多，2021年，公司营业收入占规模以上塑料零件及其他塑料制品制造企业的总销售额比例为0.08%。

**家用电器行业高端化、智能化趋势明显，集中度持续提升，推动产业链持续发展。**随居民生活水平的不断提高，消费升级的需求增加，家用电器行业近年以来智能化、高端化趋势明显。以智能座便器为例，2020年，智能座便器线上销量超过200万台，同比增长超过40%。家电行业基本进入成熟阶段，龙头企业已具备明显的品牌效应，市场集中度较高，并且有望依靠长期的研发积累和品牌积淀持续扩大

竞争优势，在公司下游涉及的燃气热水器、电热水器和净水设备等行业中更为明显。塑料零件行业与下游行业关联度较高，家电行业的高端化和集中度提升，对塑料家电零部件的功能性和稳定性提出更高要求，推动塑料家电零部件产业持续增长和集中度提升。

图12.塑料零件及其他塑料制品制造产业链



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2.2 公司业务：产品线持续丰富，精细化生产管理，持续开拓新客户

公司产品聚焦于乘用车、商用车、新能源车、高端厨卫家电等领域，产品系列包括汽车发动机周边部件、汽车传动系统部件、汽车制动系统部件、智能座便器功能部件、家用热水器功能部件、家用净水器功能部件、精密工业部件、新能源车部件等。汽车领域方面，公司持续开发能够批量应用于“国六标准”汽车的产品，同时拓宽能在新能源车领域的产品应用，热管理模块、电子水泵、电子油泵、电子水阀部件等产品相继量产。家电领域，公司持续开发精密注塑件在家用电器方面的应用，包括智能座便器、家用热水器、家用净水器等厨卫家用电器的核心功能件。

图13.公司主要产品

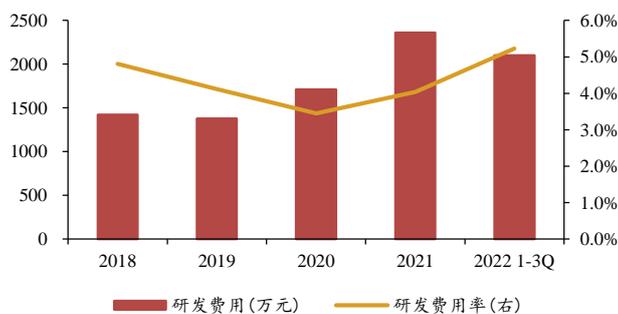


数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.2.1 产品线持续丰富：加强轻量化、新能化产品布局

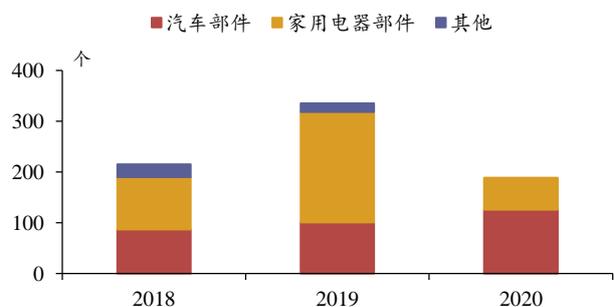
公司持续进行新产品研发及储备。2021年，公司成功开发了汽车热管理模块核心功能件、电子水泵、电子油泵、电子水阀、OAD、水冷中冷器零部件、超级精密工程塑料件等产品，特别是在新能源汽车热管理模块的球阀、水泵叶轮、转子等核心精密部件领域取得了较大突破。依据招股说明书，公司在2018-2020年已储备较多的新产品；依据公司2021年年报，公司完成在塑料代替铝合金材料、汽车热管理模块、电子水泵叶轮、电子换挡器、热交换系统部件等项目研究，并持续进行新产品线的研发。公司主要销售模式是与主要客户签订销售框架合同，在完成产品开发后接收订单，因此存在一定的产品开发周期和产能爬坡周期，预计新产品的逐步量产，能为公司业务增长持续提供动力。

图14.研发费用2019-2021年持续提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图15.公司新开发并达到量产条件的产品储备充足



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图16.公司 2021 年主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
塑料代替铝合金材料的研究	塑料替代金属	项目已完成
汽车热管理模块的研究	解决产品气密性	项目已完成
汽车电子水泵叶轮的研究	提高焊接强度	项目已完成
电子换挡器的研究	提升尺寸精度	项目已完成
汽车热交换系统部件的研究	提高爆破强度	项目已完成
智能电控碳罐泵部件的研究	汽油蒸发再利用	客户试样
车用真空泵	避免滤网在环境温度降低时从进油孔的进口处脱落	改进完善阶段

数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司持续关注“以塑代钢”的性能需求，承接相关核心功能部件订单。公司凭借多年的技术积累和探索，形成了“圆度、平面度逆向修正技术”、“真空吸引技术”、“悬空成型技术”、“模内剪切技术”、“热流道应用技术”、“螺纹绞牙技术”等注塑模具相关技术。公司坚持以生产高质量精密注塑件为导向，在模具设计和开发过程中，注重高精密度、高难度和高效，不断解决新产品的技术和工艺难题，完成新产品的开发，应用于汽车发动机周边、传动系统、制动系统，保证客户终端产品的顺利量产，在保证汽车平稳运行的前提下实现“以塑代钢”。

公司在新能源汽车领域有多个产品系列布局。公司开发出能批量应用于“国六标准”汽车的核心功能部件，公司生产的康明斯“国六标准”商用车发动机滤芯部件和石通瑞吉“国六标准”碳罐电磁阀部件，分别用于重型柴油车和轻型汽车。公司在新能源汽车布局的主要产品包括莱顿混动车发动机减震器部件、哈金森电池冷却包部件、慕贝尔 Alpha 双向张紧器部件、三花智控电子水泵部件、富奥股份电子水泵部件、三花智控电子水阀部件、特思通电池冷却包部件等。公司在新能源汽车领域新产品逐步进入量产阶段，预计将带动新能源汽车零部件收入持续较快增长。

### 2.2.2 精细化生产管理：产品品质和生产效率持续提升

公司精密注塑件和模具生产分别采取“以销定产”和“定制化”的模式。公司根据客户对不同应用场景的使用需求，完成自主设计和开发，生产出成型模具。之

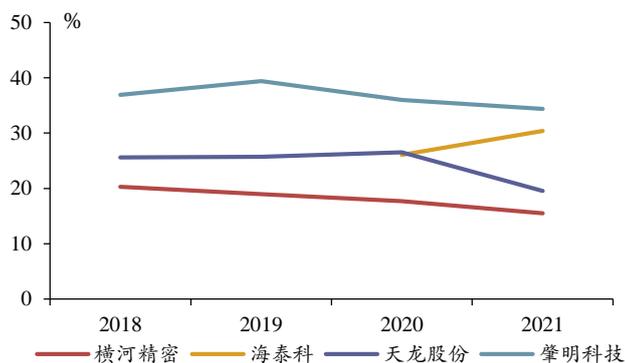
后，生产管理部门根据销售订单和库存信息制定相关的生产计划，公司再根据模具进行批量生产。

**精密注塑行业对企业的生产管理过程要求较高：**1) 汽车领域及家用电器领域的制造厂商集中度较高，终端产品品质要求高，因此对于上游零件的良品率、耐久度、稳定性等质量因素及模具的设计开发更为看重；2) 模具在设计、开发、调试过程中均需要综合考虑材料性能、加工工艺、加工设备、生产环境等多个因素，同时要求对客户提出的需求能够给出快速专业的技术支持；3) 零件生产过程要求严格按照参数设计来进行，部分塑料零件结构复杂、精密度高、存在多个加工工序，对企业的生产能力提出了更高的要求。

**公司持续进行精细化管理改革、完善控制制度，使用先进的生产检测设备，保证公司的产品品质和生产效率。**公司承继了日本企业精细化的管理理念，生产部门能够精确追溯到单个产品在某一生产工序环节的实际情景，便于公司事中、事后管理，及时发现问题，调整设备、操作人员的工作状态。同时，公司生产管理人员在编排生产计划时合理安排不同模具、不同设备的切换，依靠丰富的管理经验，在降低材料、人员、设备等损耗的同时，高效组织生产，完成订单交付。

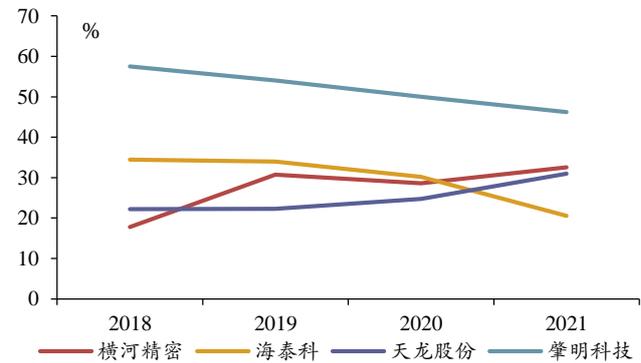
**公司注塑产品及注塑模具毛利率显著高于行业其他可比公司。**上市公司中，横河精密、海泰科、宁波方正、天龙股份与公司业务有较强可比性，横河精密主营业务以智能家电零部件为主；海泰科、宁波方正主营业务以汽车注塑模具业务为主；天龙股份主营业务以汽车零部件及电工电气精密塑料件为主。公司注塑产品和注塑模具毛利率持续高于行业主要可比公司，一是因为公司主动选择附加值和难度更高的核心功能件，基本都是发动机周边以及新能源车热管理模块周边，有一定的溢价；二是因为公司对全流程进行精细化管理，构筑成本和生产效率的优势。

图17.公司注塑产品毛利率显著高于行业其他可比公司



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图18.公司注塑模具毛利率显著高于行业其他可比公司



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.2.3 持续开拓新客户：稳固存量客户，拓展新客户，市场份额不断提升

公司深耕精密注塑件行业多年，与优质客户建立较深的联系。家电领域，公司长期向 A.O.史密斯、松下、科勒、能率、TOTO、林内等知名家用电器企业提供商品。汽车领域，公司作为汽车零部件二级供应商，长期合作主要客户包括康明斯、莱顿、石通瑞吉、日本特殊陶业、哈金森、舍弗勒、三花智控、奥托立夫、皮尔博格、盖茨、马勒等全球知名汽车零部件企业，新能源车零部件的国内客户包括三花智控、拓普、均胜电子、银轮等。

公司与主要客户均建立长期稳定的合作。汽车、家用电器等下游行业的供应商管理体系十分严苛，新产品开发要求较高，新客户认证周期较长，使得成熟的塑料零件企业在行业竞争中具有较高壁垒。公司与前期已开发客户开展深度合作，不断为下游客户提供产业化支持；亦受益于汽车产业链向国内的转移，获得更多产品订单；同时不断改进和提升自身研发、生产、管理能力，增强与客户粘性。公司前五大客户的销售占比一直保持在较高的水平，2021 年前 5 大客户销售额占比为 54.82%。公司整体策略是向高附加值、高利润、高技术壁垒的方向发展，因此也逐步取得业内有较高知名度和较强实力的大型企业的认可，目前已有子公司进入吉利、长城的一级供应商，未来随着产品开始进入量产，收入具备较大的提升空间。

公司持续开拓优质新客户。公司 2013 年开始与康明斯建立合作，主要提供产品包括商用车发动机滤芯部件、“国六标准”商用车发动机滤芯部件等，终端整车厂包括一汽解放、东风汽车、中国重汽等。公司自成立之日开始与莱顿建立合作，主要提供产品为发动机塑料张紧轮部件、汽车张紧器阻尼件等，终端整车厂包括丰田、大众、本田、通用、福特、吉利、长城、尼桑等。2019 年，前五大客户中新增日本特殊陶业（2015 年开始合作），主要销售产品为发动机爆震传感器，并随着爆震传感器产品的量产爬坡，销售金额逐渐增加。2020 年，前五大客户中新增浙江远景汽配有限公司（2016 年起开始合作），公司向该客户销售的商品主要为汽车刹车真空泵总成。在新能源汽车领域，公司通过开拓三花、拓普、银轮等重要 tier1 客户，进入核心新能源车企的供应链体系。

图19.2018-2020 年公司主要客户销售额



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图20.2021 年公司前 5 大客户销售额

客户	销售额(万元)	占年度销售总额比例
客户A	15393	26.34%
客户B	4905	8.39%
客户C	4310	7.38%
客户D	4249	7.27%
客户E	3181	5.44%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3 公司未来发展战略与方向选择

#### 3.1 扩产能抓核心：持续拓展业务，抢占发展先机

公司通过产能持续释放，持续提升现有产品的市场占有率。公司一方面通过对现有生产设备进行持续升级改造，保证新产品的量产能力，另一方面进行新的生产基地建设，缓解产能利用紧张的情况。IPO 募投项目中包含汽车精密注塑件、汽车电子水泵及热管理模块部件生产基地建设项目，稳定后预计可实现营业收入 40200 万元，平均息税后净利润为 5098.97 万元，目前湖南省湘潭市的新生产基地一期工程 2022 年基本验收完成；上海生产基地生产及检测设备替换项目进展已经过半，稳定后预计可实现营业收入 4000 万元，净利润 1277.42 万元。

表1.公司 IPO 募集资金用途

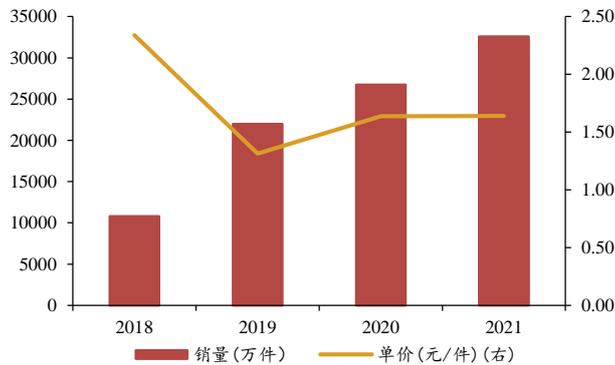
序号	项目	项目总投资 (万元)	募集资金投资 金额(万元)
1	汽车精密注塑件、汽车电子水泵及热管理模块部件生产基地建设项目	26533	26533
2	研发中心建设项目	5809	5809
3	上海生产基地生产及检测设备替换项目	8065	8065
4	补充流动资金	10000	10000
	合计	50408	50408

数据来源：公司公告，财通证券研究所

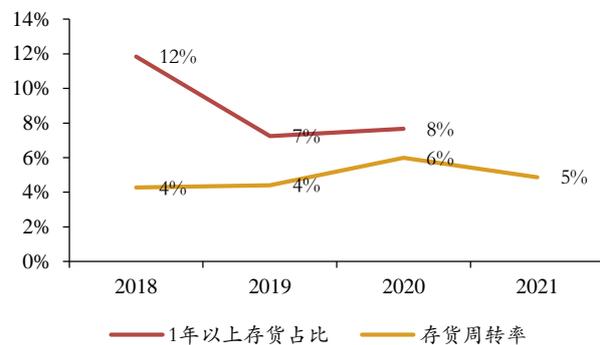
#### 3.2 做管控提效率：专注精密零部件业务，不断提高管理水平

公司持续加强品类细节管控。在生产工艺方面，注意满足功能结构件在圆度、平面度、圆柱度、同轴度、轮廓度、位置度等各方面的要求；在模具开发方面，运用“圆度、平面度逆向修正技术”、“真空吸引技术”、“悬空成型技术”等核心技术提升产品的尺寸精度，比如通过提升产品圆度，注塑过程中通过真空负压将气体吸出等技术，保障产品的密封性；通过配备模具的超声波清洗工艺，来确保模具内真空回路的顺畅。

公司持续提升自身生产管理能力和品质管控能力。由于公司产品具有“小批量、多品种”的特点，注塑机台连续生产的时间短，需要公司持续提升生产过程管理水平，优化生产计划，平衡订单交付的及时性和产能利用率，降低因频繁切换造成的产能浪费，有效管控生产成本和降低产品不良率。受此影响，公司存货备货量有所上升。随着公司新工厂的逐步投产，生产计划精细化程度预计持续提升，公司存货周转率维持在较为稳定水平。

**图21.2019年以来公司精密注塑件量价齐升**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

**图22.公司存货周转率维持在较为稳定水平**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3.3 拓品类拓客户：持续进行产品拓展，实现价值量飞跃

公司持续提升自身设计及开发能力，在新能源汽车零部件方向发力。由于公司“小批量、多品种”的特点，公司现阶段仍难体现规模优势，公司的竞争优势更多体现在能及时响应客户需求，持续开发品质要求较高的产品，从而提升客户的认可度及满意度。同时，持续开发和稳定生产附加值较高的产品也有利于公司毛利率水平提升。公司未来预计将在热管理模块、精密齿轮件、电池组件及其他汽车零部件增量领域进行探索，新能源汽车零部件单车价值量及销售收入占比将进一步提升。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 行业空间测算

**汽车板块：**依据2021年年报，公司汽车精密塑料件占营业收入比例为70%，已经成为最重要的板块。从行业角度分析，根据中商产业研究院预测，2022年汽车零件工程塑料产品销售额预计为509亿元。利润率高，壁垒高的精密塑料件单车价值量约在500-800元之间，根据中汽协，2022年中国汽车销量2686万辆，测算精密塑料件市场规模约在134-215亿元，且随着新能源化、轻量化（以塑代钢）的产业趋势不断提升。公司拥有日系企业功底，技术水平先进，长期与优质客户合作（康明斯、莱顿、特斯拉、三花智控等），预计将充分受益于行业红利。

**家电板块：**公司家电精密塑料件占营业收入比例为约21%。依据国家统计局，冰箱、洗衣机、空调等主流家电2021年销量约4.2亿台，其中精密件价值量普遍在

50 元左右，测算 2021 年行业空间在 200 亿左右。公司拥有日系企业功底，技术水平先进，长期与优质客户合作（A.O.史密斯、松下、科勒等）。

#### 4.2 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年主要业务业绩做出如下预测：

2022 年公司受新冠疫情影响短期承压，2023-2024 年，公司逐步扩充生产能力，湖南湘潭生产基地一期产能利用率持续提升，预计公司精密注塑件营业收入 2022-2024 年分别-5.1%/+33.8%/+31.5%至 5.07/6.78/8.92 亿元。随公司新能源汽车零部件占比提升、成本上行压力缓解以及新产品量产，预计公司毛利率整体稳步上行，公司精密注塑件 2022-2024 年毛利率分别为 34.3%/34.5%/34.7%。

2022 年上半年公司受新冠疫情影响短期承压，下半年恢复增长，预计 2023-2024 年公司业务正常开展，预计 2022-2024 年收入分别-4.7%/+31.9%/+30.0%为 5.57/7.35/9.56 亿元。公司费用率整体维持稳定，综合考虑预计公司 2022-2024 年净利润分别-8.2%/+29.0%/+28.2%至 1.1/1.4/1.8 亿元。

表2.公司业务拆分情况

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
精密注塑件	收入(百万元)	289.0	438.1	534.3	507.0	678.1	891.5
	YOY(%)	14.4%	51.6%	21.9%	-5.1%	33.8%	31.5%
	毛利率	39.4%	36.0%	34.4%	34.3%	34.5%	34.7%
精密模具	收入(百万元)	26.6	36.6	26.9	30.1	36.7	44.1
	YOY(%)	-8.2%	37.4%	-26.5%	11.9%	22.0%	20.0%
	毛利率	54.0%	50.0%	46.2%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务	收入(百万元)	19.1	20.3	23.2	20.0	20.0	20.0
	YOY(%)	42.3%	6.4%	14.2%	-13.8%	0.0%	0.0%
	毛利率	18.4%	17.0%	14.2%	9.0%	9.0%	9.0%
合计	收入(百万元)	334.7	495.1	584.4	557.1	734.9	955.6
	YOY(%)	13.4%	47.9%	18.0%	-4.7%	31.9%	30.0%
	毛利率	39.4%	36.2%	34.1%	33.4%	33.8%	34.2%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

#### 4.3 估值分析

我们预计，2022-2024 年公司 EPS 为 1.11/1.43/1.84，参考 1 月 20 日收盘价，对应 PE 为 25/19/15 倍。上市公司中，考虑到业务上的相似性，我们选择横河精密、海泰科、宁波方正、天龙股份作为可比公司，进行主要财务指标对比；考虑到估值的可比性，我们选择可进行 PE 估值对比的华达科技、骏创科技、立中集团作为可比公司，以上公司业务中包含汽车零部件功能件、汽车轻量化零部件或汽车零部件模具业务。公司在业务相当的行业可比公司中，市值处于较低水平，考虑到公司具备完备产品研发设计体系和生产管理体系，产能持续释放，新客户不断稳固拓展，我们首次覆盖，给予公司增持评级。

**图23.公司市值与 PE**


数据来源：Wind，财通证券研究所

**表3.业务可比公司基本财务情况（截至 2023/1/20，可比公司 PE 及 PB 估值均采取 wind 一致预期）**

证券名称	收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	营业收入(亿元)			净利润(亿元)			PB(TTM)	PE(TTM)
			2019	2020	2021	2019	2020	2021		
横河精密	11.69	25.97	5.57	5.78	6.96	0.10	0.15	0.22	5.16	104.90
海泰科	29.02	18.57	3.42	4.56	5.92	0.54	0.68	0.60	2.08	28.54
宁波方正	27.42	29.17	6.20	6.45	7.02	0.53	0.47	0.26	5.29	122.31
天龙股份	13.63	27.11	9.19	9.73	11.85	0.65	0.93	0.98	2.10	23.08
肇明科技	27.71	26.60	3.35	4.95	5.84	0.72	1.04	1.16	2.42	23.97

数据来源：Wind，财通证券研究所

**表4.可比公司估值情况（截至 2023/1/20，可比公司 PE 及 PB 估值均采取 wind 一致预期）**

证券名称	收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	净利润(亿元)			PE			PB(TTM)
			2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
华达科技	21.06	92.46	1.56	2.29	3.58	22.20	16.50	11.37	2.94
骏创科技	17.05	9.41	0.20	0.21	0.28	16.23	11.41	7.71	3.83
立中集团	26.60	164.11	4.37	4.33	4.50	—	14.62	10.41	2.86
肇明科技	27.71	26.60	0.72	1.04	1.16	23.97	18.87	14.70	2.42

数据来源：Wind，财通证券研究所

## 5 风险提示

**客户拓展不及预期风险。**公司一直致力于为汽车、家电行业优质客户提供精密注塑件产品，若客户拓展不及预期，会对公司未来收入增长产生负面影响。

**产品研发不及预期风险。**汽车行业新产品认证周期长，若公司新产品开发未能满足客户质量认证需求，公司与客户的合作会受到影响，进而影响到公司的收入增长。

**市场竞争加剧风险。**由于国内汽车行业的快速发展，更多的零部件生产企业扩大产能，未来的市场竞争或加剧，如果公司未能体现出一定竞争优势，公司的营业收入和盈利能力会受到负面影响。

**客户相对集中风险。**公司客户集中度相对较高，若公司主要客户自身发展不及预期，或者公司产品质量、交付及时性等原因不能满足其采购需求，影响了客户与公司的合作关系，公司的营业收入将会受到负面影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>495.06</b>	<b>584.39</b>	<b>557.06</b>	<b>734.86</b>	<b>955.59</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	315.62	385.08	370.91	486.33	628.70	营业收入增长率	47.9%	18.0%	-4.7%	31.9%	30.0%
营业税费	1.33	1.62	1.50	1.98	2.58	营业利润增长率	49.9%	9.8%	-7.2%	29.0%	28.1%
销售费用	8.52	7.96	6.68	9.55	12.42	净利润增长率	45.2%	11.4%	-8.2%	29.0%	28.1%
管理费用	30.18	44.77	44.01	56.58	73.58	EBITDA 增长率	45.4%	8.0%	-7.2%	32.5%	29.0%
研发费用	17.08	23.58	29.52	36.74	47.78	EBIT 增长率	49.6%	3.5%	-14.5%	37.4%	32.5%
财务费用	0.91	0.45	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	49.9%	5.0%	-15.1%	37.4%	32.5%
资产减值损失	-0.33	-0.67	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	33.9%	278.0%	2.4%	4.2%	5.2%
加:公允价值变动收益	0.00	4.51	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	35.0%	310.2%	2.4%	4.3%	5.2%
投资和汇兑收益	0.30	3.43	15.60	11.02	7.64	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>120.51</b>	<b>132.32</b>	<b>122.81</b>	<b>158.37</b>	<b>202.95</b>	毛利率	36.2%	34.1%	33.4%	33.8%	34.2%
加:营业外净收支	0.88	0.50	0.00	0.00	0.00	营业利润率	24.3%	22.6%	22.0%	21.6%	21.2%
<b>利润总额</b>	<b>121.39</b>	<b>132.82</b>	<b>122.81</b>	<b>158.37</b>	<b>202.95</b>	净利润率	21.2%	19.9%	19.2%	18.7%	18.5%
减:所得税	16.56	16.41	15.97	20.59	26.38	EBITDA/营业收入	26.9%	24.6%	24.0%	24.1%	23.9%
<b>净利润</b>	<b>104.36</b>	<b>116.27</b>	<b>106.78</b>	<b>137.70</b>	<b>176.46</b>	EBIT/营业收入	24.5%	21.4%	19.2%	20.1%	20.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	38.42	157.64	102.81	86.29	67.21	固定资产周转天数	49	79	97	78	62
交易性金融资产	0.00	548.11	548.11	548.11	548.11	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>123</b>	<b>497</b>	<b>564</b>	<b>457</b>	<b>382</b>
应收账款	180.04	161.14	179.28	261.64	295.79	流动资产周转天数	257	684	720	603	496
应收票据	56.21	37.25	55.59	62.80	91.15	应收帐款周转天数	110	105	110	108	105
预付帐款	1.61	3.00	2.89	3.79	4.90	存货周转天数	60	74	110	105	100
存货	56.54	101.61	125.06	158.63	190.65	总资产周转天数	276	526	823	659	545
其他流动资产	3.19	65.47	65.47	65.47	65.47	投资资本周转天数	218	699	751	594	480
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	38.8%	10.5%	9.4%	11.7%	14.2%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	23.5%	9.2%	8.3%	9.8%	11.9%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	35.3%	9.8%	8.1%	10.7%	13.5%
固定资产	66.54	125.78	148.26	157.43	163.27	费用率					
在建工程	7.36	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	1.7%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%
无形资产	7.74	7.48	7.21	6.95	6.69	管理费用率	6.1%	7.7%	7.9%	7.7%	7.7%
其他非流动资产	5.98	5.22	5.22	5.22	5.22	财务费用率	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>444.67</b>	<b>1263.41</b>	<b>1284.96</b>	<b>1403.60</b>	<b>1488.86</b>	三费/营业收入	8.0%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%
短期债务	27.19	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	85.20	90.92	80.11	144.14	145.76	资产负债率	39.5%	12.6%	12.0%	16.0%	16.7%
应付票据	9.26	1.58	9.34	4.98	13.53	负债权益比	65.3%	14.5%	13.7%	19.1%	20.0%
其他流动负债	23.26	9.11	9.11	9.11	9.11	流动比率	2.05	7.74	8.07	5.87	5.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.69	6.54	6.65	4.77	4.51
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	122.76	74.34	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>175.60</b>	<b>159.69</b>	<b>154.39</b>	<b>224.75</b>	<b>248.15</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.13	0.27	0.34	0.42	0.53	DPS(元)	1.20	1.50	0.00	0.00	0.00
股本	40.00	53.33	96.00	96.00	96.00	分红比率					
留存收益	124.01	176.28	203.05	251.25	313.01	股息收益率		2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>269.07</b>	<b>1103.72</b>	<b>1130.57</b>	<b>1178.84</b>	<b>1240.71</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	2.61	2.43	1.11	1.43	1.84
净利润	104.36	116.27	106.78	137.70	176.46	BVPS(元)	6.72	20.69	11.77	12.28	12.92
加:折旧和摊销	12.19	18.67	26.41	29.73	33.06	PE(X)	0.0	26.5	24.9	19.3	15.1
资产减值准备	0.33	0.67	0.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	3.1	2.4	2.3	2.1
公允价值变动损失	0.00	-4.51	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.96	1.97	0.00	0.00	0.00	P/S	0.0	5.9	4.8	3.6	2.8
投资收益	-0.30	-3.43	-15.60	-11.02	-7.64	EV/EBITDA	-0.1	22.8	19.3	14.6	11.4
少数股东损益	0.48	0.15	0.06	0.08	0.11	CAGR(%)					
营运资金的变动	-63.83	-25.95	-64.08	-60.53	-80.00	PEG	0.0	2.3	—	0.7	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>54.67</b>	<b>104.69</b>	<b>53.58</b>	<b>95.96</b>	<b>121.98</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-35.25</b>	<b>-679.92</b>	<b>-28.40</b>	<b>-22.98</b>	<b>-26.36</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-28.80</b>	<b>696.56</b>	<b>-80.00</b>	<b>-89.50</b>	<b>-114.70</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：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。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。