

# 瑞玛精密 (002976)

 证券研究报告  
 2022年05月26日

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

## 1、零部件优质供应商，客户资源赋能快速发展

瑞玛精密成立于2012年，主要生产精密结构件与部件集成及精密结构件产品相关的精密模具等，主要覆盖领域包括通信、汽车以及电子电气。公司自成立之初便绑定大客户，近年来持续突破国际大客户，目前客户资源包含多家优质全球跨国公司，大客户资源助力业务快速发展。公司坚持投资创新，持续加码研发投入，**积极布局5G+汽车电子、智能座舱系统（座椅、悬挂系统、汽车天窗）、新能源电池包领域**，迎接未来发展机遇。

2021年公司实现营业收入7.55亿元，较上年同期增长29.22%，疫情影响消退下收入重回增长轨道，但实现归母净利润0.46亿元，较上年同期下降17.83%，主要受上游原材料涨价影响。22Q1实现营收+业绩双增长，毛利率与净利率较2021年有明显回升，**我们认为**，随着5G发展以及汽车电子、智能座舱系统（座椅、悬挂系统、汽车天窗）和新能源电池包的需求增加，同时上游原材料价格有望企稳回落，公司或将持续快速增长，公司发布股权激励亦彰显其经营信心。

## 2、需求端：5G新技术提升滤波器&天线需求，汽车零部件空间广阔

①移动通信零部件：5G基站显著提升通道数，带动基站滤波器以及天线需求提升，滤波器预计从2017年80亿美金提升至2023年225亿美金，5G天线的市场份额也有望在2024年达到340亿元。

②汽车零部件：汽车体验化智能化需求明显，智能化+网联化带动汽车电子、智能座舱系统领域用部件的需求增长。**其中**：座舱智能化发展带动车载中控屏、仪表需求提升，同时汽车显示向多屏化发展，进一步带动汽车屏幕及零部件需求增长。此外汽车座椅向安全化、舒适化、智能化等方向发展，将带动座椅加热坐垫、座椅电机等产品的需求；网联化则推动T-Box成为车厂标配，预计国内汽车T-Box装载率将从2020年50%快速上升至2025年85%。

## 3、研发+收购助力产品布局，大客户资源赋能车厂突破

**首先**，战略上公司积极投入研发。公司研发投入金额整体呈增长态势，2021年研发投入占主营业务收入比重达到5.68%，延续增长态势。公司持续推动5G与汽车及新能源汽车安全系统、动力系统、汽车电子、智能座舱系统（座椅、悬挂系统、汽车天窗）、新能源电池包用金属冲压零部件的研发，静待花开。

**其次**，资本运作上公司收购产业链优质公司。2022年5月瑞玛与广州信征及其原股东签订《股权收购协议》，交易完成后广州信征成为控股子公司，赋能公司汽车电子及智能座舱系统业务的拓展。瑞玛通过收购公司不断完善产业产品布局，同时也有助于公司进行客户整合以及突破日系车厂客户。

**再次**，市场上公司与国际顶尖tier1长期合作，客户资源助力公司突破整车厂如大众集团、通用汽车、宝马、吉利汽车、长城汽车等项目，同时公司通过上海延锋等厂商为特斯拉间接供货，并通过布局墨西哥子公司以及推进墨西哥生产基地建设完善北美营运体系，有望加强对北美新能源汽车业务及大客户的深度开拓，助力业务快速发展。此外，公司2021年成功开发新客户蒂森克虏伯，并通过承接其汽车转向系统结构件产品订单间接向国际知名新能源整车厂供应产品。

**最后**，产品上公司洞察空气悬架的应用优势，积极开发汽车空气悬架以及新能源电池包用金属零部件，其中空气悬架已获得大陆集团定点，新能源电池包用金属零部件也进入厂商供应链体系，未来有望随着应用快速普及渗透贡献增量收入。

## 盈利预测和投资建议：

公司在精密结构件领域持续深耕，并积极拓展下游汽车行业，客户资源强劲赋能业务快速成长，有望持续受益于汽车智能化+网联化浪潮。预计公司22-24年归母净利润分别为0.90、1.35和1.80亿元，参考可比公司估值给予公司22年30倍PE，对应目标价22.59元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示**：5G推广节奏不及预期的风险、行业竞争导致价格下降风险、上游原材料涨价的风险、新产品应用不及预期的风险、汽车芯片紧缺导致行业整体景气度不及预期等

## 投资评级

行业	电子/汽车电子
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	17.26元
目标价格	22.59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)	2,071.20
流通A股市值(百万元)	608.67
每股净资产(元)	6.70
资产负债率(%)	35.95
一年内最高/最低(元)	30.66/13.60

## 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  
 linyihao@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

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	584.19	754.90	1,071.85	1,474.83	1,986.06
增长率(%)	(4.21)	29.22	41.99	37.60	34.66
EBITDA(百万元)	136.74	146.77	147.86	192.04	240.94
净利润(百万元)	55.53	45.63	90.35	134.64	180.45
增长率(%)	(35.27)	(17.83)	98.01	49.02	34.02
EPS(元/股)	0.46	0.38	0.75	1.12	1.50
市盈率(P/E)	39.89	48.55	24.52	16.45	12.28
市净率(P/B)	2.93	2.82	2.56	2.26	1.96
市销率(P/S)	3.79	2.93	2.07	1.50	1.12
EV/EBITDA	16.27	16.42	13.92	11.43	9.35

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 零部件专业供应商，优质客户资源助力发展</b> .....	<b>6</b>
1.1. 致力于成为优质零部件供应商，客户资源优异 .....	6
1.2. 营业收入增速回暖，公司发展有望步入新阶段 .....	9
1.3. 股权激励彰显公司发展信心，持续投资赋能业务突破 .....	13
<b>2. 5G 发展引领基站部件需求，提前布局静待机遇</b> .....	<b>13</b>
2.1. 5G 时代基站需求持续提升，射频元件数量倍增 .....	13
2.2. 前期研发投入有望进入营收转换期，滤波器+天线布局成长空间广阔.....	16
2.2.1. 前瞻布局陶瓷滤波器，静待应用铺开 .....	16
2.2.2. 天线进入量产阶段，有望快速上量.....	17
<b>3. 汽车零部件行业复苏带动需求，外延并购协同布局汽车电子+智能座舱</b> .....	<b>18</b>
3.1.1. 中控显示与液晶仪表加速渗透，市场规模快速增长 .....	19
3.1.2. 多屏化趋势带动需求量提升 .....	19
3.1.3. 座舱座椅：轻量化、高附加值成为主要发展趋势 .....	20
3.2. 网联化：车联网需求提升，T-BOX 逐渐成为标配.....	22
3.3. 行驶安全备受重视，安全系统单车价值量持续提升 .....	24
3.4. 大客户助力产品推广，并购打造协同效应.....	26
3.4.1. 与国际顶尖 Tier1 厂商合作，供货领先新能源车企客户 .....	26
3.4.2. 外延并购座椅零件厂商，打造协同效应 .....	28
3.4.3. 研发打造空气悬架，未来中高端车应用扩大 .....	29
3.4.4. 新能源电池包用金属冲压部件顺利进入供应链体系，产品边界持续拓展.....	30
3.4.5. 工艺优势满足客户需求，赋能品牌建立与产品推广 .....	30
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>31</b>
4.1. 盈利预测 .....	31
4.2. 投资建议 .....	32
<b>5. 风险提示：</b> .....	<b>33</b>

## 图表目录

图 1：公司发展沿革 .....	6
图 2：公司主要客户 .....	7
图 3：公司汽车&通信设备产品应用图示 .....	7
图 4：瑞玛精密股权结构（截止 2022 一季报） .....	8
图 5：总营业收入、归母净利润及其增速（单位：亿元） .....	9
图 6：公司主营业务构成.....	10
图 7：毛利率与净利率情况 .....	11
图 8：分产品毛利率情况.....	11
图 9：公司三大费用率 .....	11
图 10：公司固定资产与在建工程 .....	12

图 11: 公司研发投入与占营业收入比重 .....	12
图 12: 瑞玛精密三期项目开工仪式 .....	13
图 13: 覆盖距离随频谱增加而降低 .....	14
图 14: 5G 基站覆盖范围相比 4G 小 .....	14
图 15: 我国 4G/5G 基站数量 .....	14
图 16: 5G Massive MIMO 基站系统 .....	15
图 17: 射频前端元件市场规模增长预测 .....	15
图 18: 5G 基站天线市场规模及预测 (单位: 亿元) .....	16
图 19: 惠虹电子介质陶瓷原料 .....	17
图 20: 汽车零部件制造业销售收入与增长情况 .....	18
图 21: 汽车零部件制造业销售收入预测 (亿元) .....	18
图 22: 汽车新需求 .....	18
图 23: 智能座舱新阶段 .....	19
图 24: 全球中控显示与组合仪表显示市场规模及增速 .....	19
图 25: 2021H1 中国乘用车市场多/联屏市场主机厂概况 .....	19
图 26: 新上市车型平均屏幕数量 (个) .....	20
图 27: 中国汽车座椅新车需求量 .....	21
图 28: 汽车轻量化座椅骨架 .....	21
图 29: 特斯拉后排座椅加热功能 .....	21
图 30: 汽车电动座椅构成 .....	22
图 31: 全球车联网市场规模及预测 .....	23
图 32: 联网汽车保有量预测 (百万台) .....	23
图 33: 中国前装车联网用户规模 (万辆) .....	23
图 34: 联网汽车新增销售量预测 (百万台) .....	23
图 35: T-Box 功能 .....	23
图 36: 我国乘用车 T-Box 装配率 .....	24
图 37: 全球不同地区不同类别交通事故死亡人员比例 .....	24
图 38: 全球安全系统的价值量不断提升 .....	25
图 39: 全球各地区被动安全系统价值量 .....	25
图 40: 现在与未来的乘客保护系统对比 .....	26
图 41: 瑞玛精密汽车零部件产品销量与单价 .....	26
图 42: 瑞玛精密与北美大客户合作示意图 .....	28
图 43: 广州信征汽车零件有限公司部分产品图 .....	28
图 44: 空气悬架具备多优势 .....	29
图 45: 空气悬架示意图 .....	30
图 46: 瑞玛精密新型侧冲单元 .....	31
图 47: 瑞玛精密制造核心竞争力 .....	31

表 1: 瑞玛精密产品 .....	7
-------------------	---

表 2: 瑞玛精密股权激励计划考核目标.....	13
表 3: 滤波器对比.....	17
表 4: 汽车座椅发展趋势.....	21
表 5: 2021 年全球汽车零部件供应商 30 强名单.....	27
表 6: 瑞玛精密目前间接供应车厂代表性产品情况.....	27
表 7: 广州信征汽车零件有限公司主要产品与研发阶段产品.....	29
<b>表 8: 公司业务拆分预测（单位：百万元）.....</b>	<b>32</b>
表 9: 瑞玛精密可比公司估值（可比公司参考 WIND 一致盈利预测数据，截至 2022 年 5 月 19 日）.....	32

## 1. 零部件专业供应商，优质客户资源助力发展

**瑞玛精密优质零部件供应商**，绑定大客户资源持续拓展。瑞玛精密成立于 2012 年，总部位于江苏苏州，2020 年 3 月于深圳证券交易所挂牌上市。公司深耕通信与汽车零部件的生产，并具备部件集成能力，致力于成为工业领域优秀的零部件供应商和服务商。公司成立初期便绑定应用领域的领先大客户，**主要客户包括汽车及新能源汽车领域：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；通讯领域客户：诺基亚、爱立信等以及电子电气领域客户：汇川技术、施耐德、艾默生等**，强大客户基础赋能公司产品在下游应用场景的出货增长。

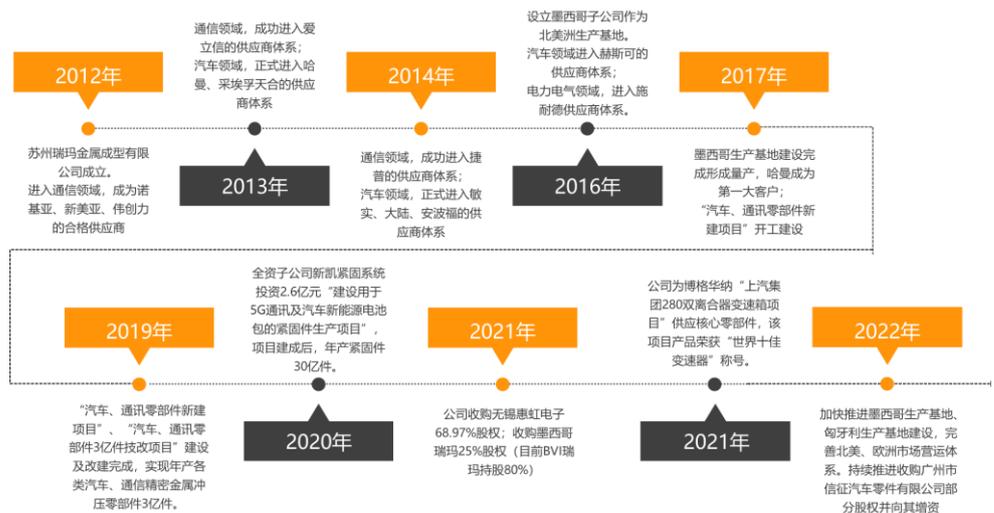
**通信领域紧跟 5G 发展步伐**。公司移动通信领域与诺基亚、爱立信等巨头企业具有深度合作，紧跟诺基亚、爱立信等通信设备制造商 5G 产品的研发步伐，逐步形成了 5G 产品的纵向开发能力，目前已形成了 4G/5G 滤波器设备、4G/5G 天线的批量供应能力。未来 5G 大规模商用化将推动公司该领域业务增长，公司以研发奠定增长基础。

**大力推动汽车零部件发展，打通全球领先 Tier1 厂商**。公司不断积累冲压、冷锻和模具开发的技术，不断开拓布局汽车零部件领域。目前公司打通 Tier1 知名厂商，为全球知名车厂如特斯拉、大众集团、上汽集团等间接供货。此外，公司于 2021 年 11 月签订《收购框架协议》，收购广州市信征汽车零件有限公司 36.482% 股权并增资人民币 8,000 万元，从而形成“汽车电子”及“智能座舱”系统更加完善的产品布局，2022 年 5 月，瑞玛精密发布公告，与标的公司（广州信征汽车零件有限公司）及其原股东签订了《股权收购协议》，交易完成后标的公司成为控股子公司。**我们认为未来随着新能源汽车销量的不断上升，整体汽车销量的回暖，公司有望受益于汽车零部件需求提升，具备技术优势与渠道优势。**

### 1.1. 致力于成为优质零部件供应商，客户资源优异

**公司布局通信+汽车+电子电气等领域，持续突破大客户**。公司成立伊始便进入通信领域，成为诺基亚、爱立信等的合格供应商，后开拓汽车与电子电气领域，在汽车领域拓展包括上海延锋、蒂森克虏伯、哈曼、博世、大陆等多家国际头部 Tier1 客户，在电子电气领域开拓如施耐德、汇川技术等。公司持续拓展国际知名大客户，有助于公司产品影响力的提升，并使公司业务收入有望持续增长。

图 1：公司发展沿革



资料来源：公司官网，瑞玛精密年度报告，天风证券研究所

**紧握优质客户资源，助力产品销售**。公司目前手握通信+汽车+电子电气领域内领军企业客户资源，下游客户包括如通信领域的诺基亚、爱立信，汽车领域的博格华纳、大陆集团、哈曼、上海延锋、蒂森克虏伯等 tier1 厂商，以及电子电气领域的施耐德、汇川技术等。与

优质客户的绑定将助力公司产品的规模放量。

图 2: 公司主要客户



资料来源：瑞玛精密年度报告，各公司官网，天风证券研究所

公司产品覆盖三大业务方向，种类较多。公司主要生产汽车及新能源汽车、移动通讯、电子电气等领域的精密结构件与部件集成及前述精密结构件产品相关的精密模具等，同时，为客户提供系统化平台解决方案，致力于成为全球客户的核心供应商和长期战略合作伙伴。

图 3: 公司汽车&通信设备产品应用图示



资料来源：公司 2021 年度报告，天风证券研究所

表 1: 瑞玛精密产品

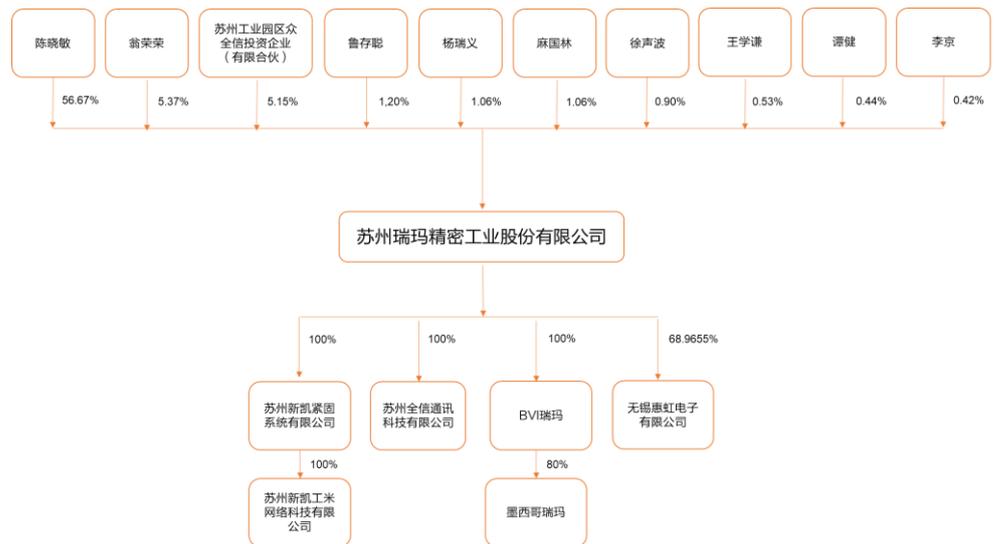
应用领域	细分领域	产品名称	产品功能或应用领域
移动通讯领域产品（部分）		盖板	与谐振腔等一起组成滤波器。

	谐振器	使电磁场在特定的频率下谐振, 形成能量转换。
	电容耦合片	用于滤波器交叉耦合, 实现传输零点; 增加谐振腔之间的耦合量, 也可用于滤波器端口抽头的连接耦合, 使其信号输入输出。
	屏蔽罩	防止电磁干扰、为印刷电路板上的元件及 LCD 模组提供屏蔽作用。
	低通	对滤波器通带远端高频电磁波信号加强抑制, 过滤掉无用信号, 降低通信系统相互之间的干扰。
	调谐螺钉	通过调谐螺钉进入腔体的深度来改变螺钉和谐振器的表面或者内孔侧壁的相对位置从而改变电容量, 达到改变谐振频率效果。
	4G/5G 移动通信滤波器	滤波器在 5G 基站快速建设下需求提升
	4G/5G 基站天线	4G/5G 基站天线产品已进入批量生产阶段, 顺利实现客户量产订单交付。
动力系统产品	电磁阀	冲压压延成型质量轻, 高强度, 耐腐蚀等特点, 应用于汽车油压、水压系统, 控制调节流量
	油封盖	用于发动机润滑油容器的密封盖。
	汽车变速箱密封骨架	应用于汽车变速箱密封, 使得油封能够保持形状及张力。
	离合器部件	用于汽车离合器中, 确保离合器中钢片, 摩擦片等重要零部件之间的有效啮合, 起到保证离合器动力传输和切断的重要作用。
安全系统产品	安全扣	应用于汽车安全带固定到车身。
	门锁	应用于汽车门系统, 控制汽车门开启和关闭的装置。
	安全气囊支架	用于固定汽车安全气囊袋, 拉深成型, 高度高, 成型及侧冲孔结构复杂。
汽车及新能源汽车领域结构件产品 (部分)	座椅骨架	侧板应用与汽车座椅系统, 焊接在滑轨上侧。
	多媒体壳体	用以将内置机芯固定到车身。
	多媒体屏蔽罩	用于车载智能通讯单元与智能天线模块。
	电子控制单元壳体	应用于汽车电子控制单元固定到车身。
	车载娱乐产品外框及支架	车载电子设备, 如仪表, 娱乐音响、导航系统背板外框及支架等。
	汽车电子	车载 T-BOX 主要用于实现“车联网”中的后台系统/手机 APP 通信, 实现手机 APP 的车辆信息显示与控制。公司目前已实现支架等部件的批量供应。
底盘悬挂系统产品	ECU 电子控制单元部件	ECU 具备故障自诊断和保护功能, 公司目前正在开发其中的部分部件供应。
	ESP 车身电子稳定系统部件	ESP 旨在提升车辆的车辆的安全性和操控性, 公司目前正在开发其中的部分部件供应。
	空气 (主动) 悬架用部件	公司开发产品主要应用于其中的空气减震器或上控制臂中。
系列规格的螺栓、螺母等精密紧固系统部件 (部分)	系列规格的螺栓、螺母等精密紧固系统部件 (部分)	拉铆螺母, 压铆螺母, 压铆螺钉, 螺母柱, 浮动螺母, 面板螺丝等

资料来源: 瑞玛精密 2021 半年度报告, 瑞玛精密 2021 年度报告, 天风证券研究所

**公司股权结构较为集中。**公司控股股东及实际控制人为陈晓敏、翁荣荣夫妇, 两人合计持有公司 62.04%的股权。第三大股东为苏州工业园区众全信投资企业 (有限合伙), 持有公司 5.15%股权, 整体股权结构较为集中。

图 4: 瑞玛精密股权结构 (截止 2022 一季报)



资料来源：wind，瑞玛精密年度报告，《关于子公司 BVI 瑞玛收购墨西哥瑞玛 25%股权的公告》，天风证券研究所

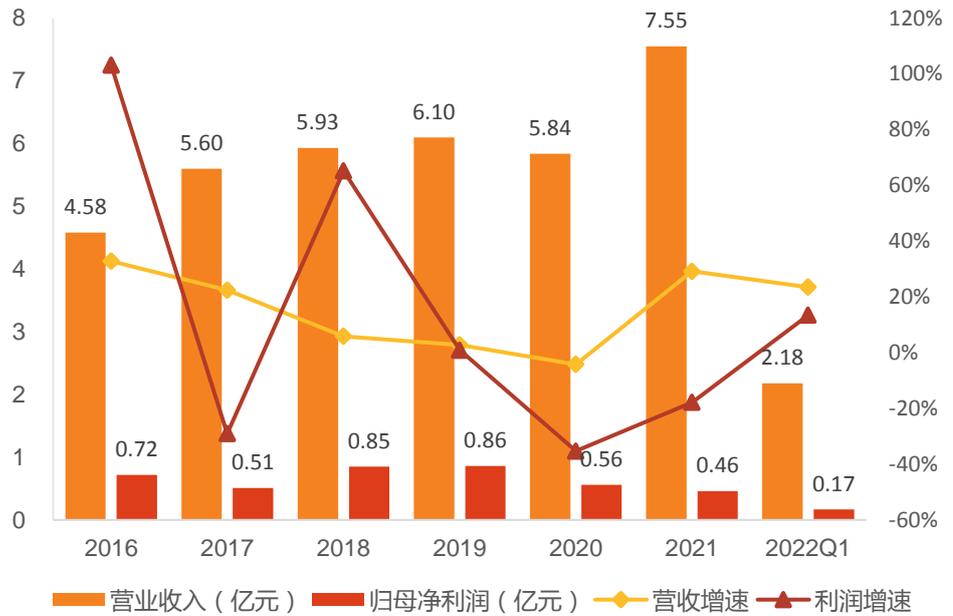
## 1.2. 营业收入增速回暖，公司发展有望步入新阶段

**通信与汽车产业有望迎来发展新阶段。**通信行业技术不断升级迭代，移动通信领域从 2G 网络演进发展，目前已进入 5G 时代，5G 的大规模应用有望在近年拉开序幕，带动整体行业需求增长。此外汽车产业经历了 2018-2020 年的销量下滑，目前已呈现回暖趋势，同时新能源汽车的快速发展将为产业带来发展的新机遇。公司深度布局这两大领域，行业的复苏有望推动公司发展步入新的增长阶段。

**从总体营收及归母净利润来看，**公司近年营业收入增速出现下滑，主要原因包括通信领域 5G 发展应用速度不及预期对订单需求造成影响，以及汽车领域受中美经贸摩擦、燃油排放环保标准切换、新能源汽车补贴退坡、国内疫情等因素的影响，承受了较大压力，汽车行业增长乏力。

2021 年随着疫情逐步好转，**公司 2021 年实现营业收入 7.55 亿元，较上年同期增长 29.22%**，在 2021 年公司收购了惠虹电子 68.97%股权、墨西哥瑞玛 25%股权，并启动收购广州信征事项，同时新设立了新凯工米孙公司，两家公司（惠虹电子、新凯工米）纳入合并报表范围，但未对公司业绩产生明显影响；**同时公司实现归属上市公司股东的净利润 0.46 亿元，较上年同期下降 17.83%**。公司 2021 年收入增长而净利润出现小幅度下滑的主要原因在于 2021 年公司上游原材料如钢铁、铜材、铝材等大宗金属材料出现较大涨价导致公司营业成本增加，同时美元汇率波动对公司财务费用造成影响。22 年一季度，公司实现营业收入 2.18 亿元，同比增长 23.52%，实现归母净利润 0.17 亿元，同比增长 13.47%，扭转净利润下行趋势，我们预计主要是上游涨价压力有所传导叠加公司进行费用管控。**我们认为，**随着公司订单不断增长，同时上游原材料价格有望逐步趋稳，公司未来营业收入与净利润有望进入持续增长轨道。

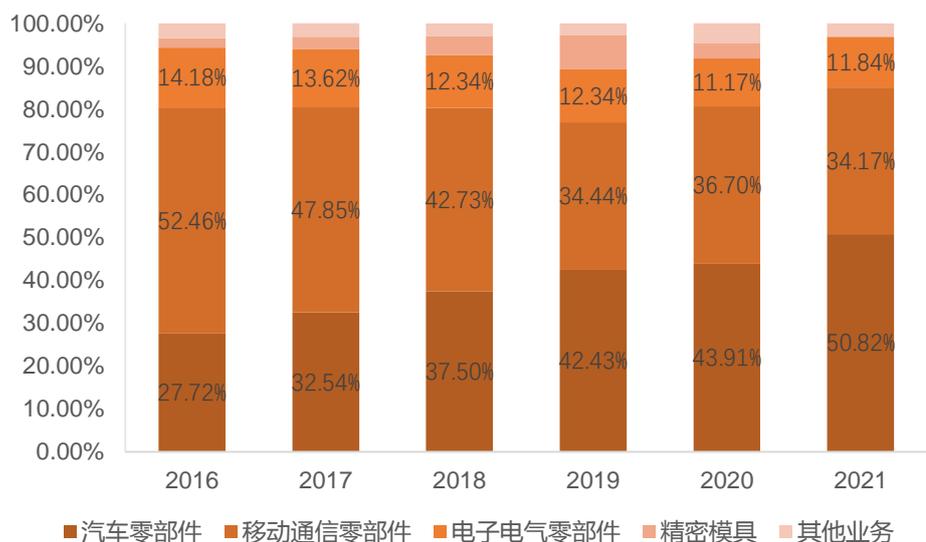
图 5：总营业收入、归母净利润及其增速（单位：亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从公司主营业务结构来看，汽车零部件收入占比实现逐年增长，目前已取代移动通信零部件业务成为公司第一大收入贡献来源。移动通信零部件业务在 2020 年占比有所回升，达到 36.70%，而电子电气零部件整体占比略微下滑，但变化不大。2021 年，公司收入划分方式有所改变：按产品来看，模具（5.30%）与通讯设备（6.01%）收入比例较 2020 年（3.68%/2.44%）有所提升；按行业来看，汽车行业占比达到 50%以上，比例较 20 年延续上升趋势。我们认为，随着汽车整体市场复苏，以及公司持续突破汽车领域客户订单，同时未来 5G 有望实现规模应用，公司前两大业务板块占比有望进一步提升。

图 6: 公司主营业务构成



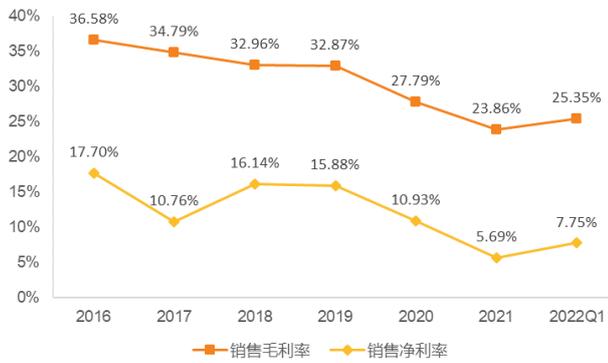
资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 2021 年构成划分有所变化, 不再划分各行业零部件与精密模具

从毛利率和净利率来看，公司毛利率与净利率近两年整体呈现下降态势，主要受原材料价格上涨以及汇率波动的影响。2022Q1，公司整体毛利率与净利率均呈现回升态势，我们预计主要是上游原材料压力有所传导，同时公司进行费用管控。细分公司产品毛利率来看，

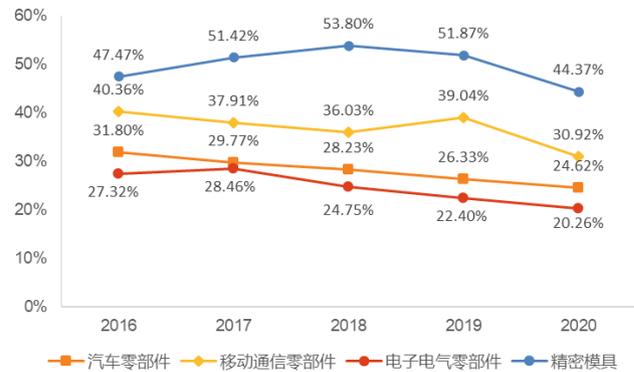
2020 年均呈现下滑，主要为大宗商品原材料涨价，同时公司产品种类和规格较多，不同种类和规格的产品毛利率差异较大，不同的产品结构组合导致公司毛利率水平产生一定波动。汽车零部件过去 5 年内呈现持续下滑态势，除原材料涨价外，汽车紧固件单位售价下降也是造成汽车零部件毛利率下滑的原因。2021 年按照新划分方法分行业来看，汽车行业毛利率为 20.96%，移动通信行业 27.57%，电子电气行业 18.52% 以及其他行业 50.32%，总体来看汽车业务毛利率相对偏低，未来汽车业务占比逐步提升，而上游原材料价格有所回落后，我们预计公司整体毛利率或维持相对稳定。

图 7：毛利率与净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

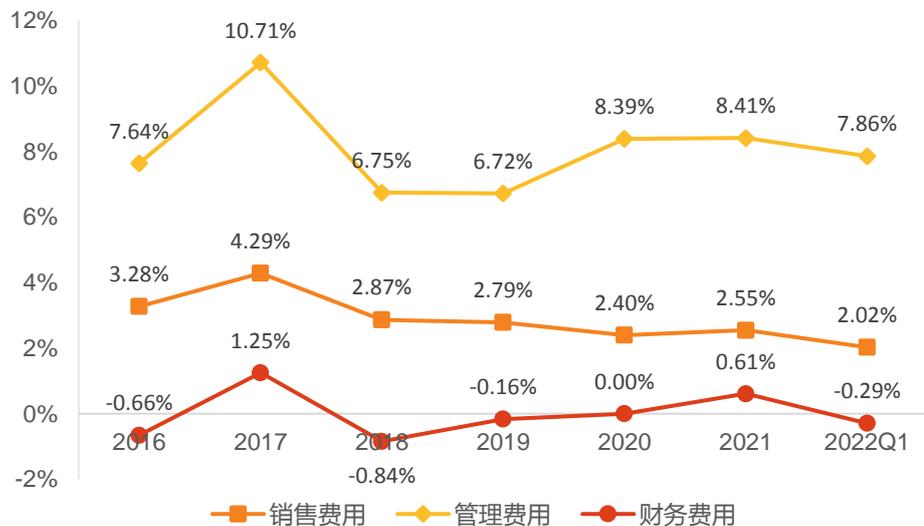
图 8：分产品毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

从公司各项费用来看，公司销售费用率自 2017 年增长后一直缓步下降，2017 年上升主要原因是公司销售规模扩大而运输费用有所增加，同时确认了销售人员股份支付费用。同样的，公司在 2017 年管理费用也有较大增长，主要是 2017 年公司的子公司墨西哥瑞玛正式投入运营，相应支付的运营费用有所增加，此外 2017 年支付的审计、评估等咨询管理费用有所上涨；2020 年管理费用率再度上涨主要原因是公司管理费用有所增加的同时营业收入呈现下幅度下滑。2021 年管理费用基本维持稳定，销售费用有小幅度回升，主要原因是业务规模增长，销售规模相应扩大，财务费用则主要由于借款利息支出增加导致财务费用率有所增长。我们认为，随着公司未来营业收入重回增长态势，公司的费用率有望呈现平稳下降的趋势。

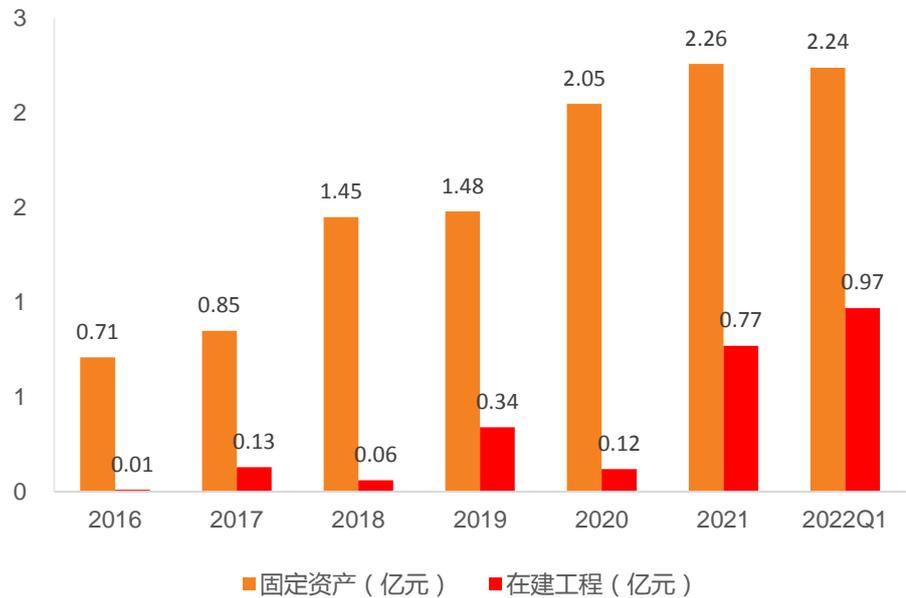
图 9：公司三大费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

**固定资产来看**，公司固定资产与在建工程整体呈现持续增长的态势，与公司产能提升相关。公司 2021 年 在建工程主要包括汽车、通信等精密金属部件建设项目，5G 通讯及汽车新能源电池包的紧固件生产项目以及研发技术中心建设项目，持续对产能和研发中心的投入将为公司未来发展提供动能。

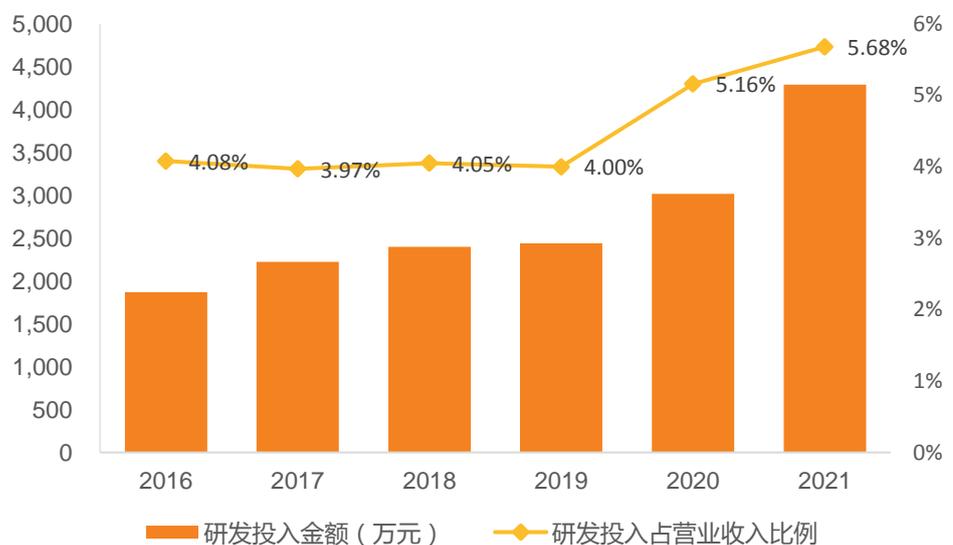
图 10：公司固定资产与在建工程



资料来源：Wind，天风证券研究所

**公司持续加码研发，不断推出新产品。**公司近年研发投入金额逐年攀升，不断加大新业务、新产品研发投入，2021 年研发投入金额为 4289.55 万元，占主营业务收入达到 5.68%。同时公司不断汲取国内外领先技术、组建独立自主的技术研发团队、融合不同应用的产品特点、积累了丰富的产品技术和开发经验，目前拥有多项发明专利，在通信领域、汽车及新能源汽车领域研发新产品。**我们认为**，大力加码研发将为公司延伸优势领域打下坚实基础，提供业务增长动能，展望未来，随着公司业务体量持续提升，同时在 4G/5G 通信领域的技术积累逐步完善后，研发投入占主营收入比例或将有所下降。

图 11：公司研发投入与占营业收入比重



资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 1.3. 股权激励彰显公司发展信心，持续投资赋能业务突破

股权激励展现公司持续增长的信心。公司于 2021 年 11 月发布“2021 年股票期权激励计划(草案)”，对公司核心骨干人员 54 人进行股票期权授予。拟授予的股票期权数量 300.00 万份，占本激励计划草案公告时公司股本总额 12,000.00 万股的 2.50%。公司股权激励业绩考核目标规定了 2022、2023 以及 2024 年的累计营业收入。我们认为，股权激励制定的高增长目标彰显了公司整体对于未来发展机遇的坚定看好，是公司未来增长信心的体现。

表 2：瑞玛精密股权激励计划考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2022 年营业收入不低于 96400 万元；
第二个行权期	2022 年、2023 年累计营业收入不低于 221700 万元；
第三个行权期	2022 年、2023 年、2024 年累计营业收入不低于 384600 万元；

资料来源：瑞玛精密《2021 年股票期权激励计划(草案)》，天风证券研究所

持续投资建设为未来发展赋能。2021 年 3 月，瑞玛精密三期项目——汽车、通信等精密金属部件建设项目开工仪式顺利举行，该项目是公司上市募集资金投资项目之一，建成将有助于公司更好地满足移动通信、新能源汽车等行业客户市场需求，具备战略性意义。此外，子公司新凯紧固系统 2020 年 9 月发布公告计划投资 26000 万元扩建用于 5G 通讯及汽车新能源电池包的紧固件生产项目，项目建成后，年产紧固件产品 30 亿件。

我们认为，公司持续对生产基地建设项目进行投资，将帮助公司跟随市场发展节奏，更好满足客户的需求，助力公司业绩持续增长。

图 12：瑞玛精密三期项目开工仪式



资料来源：瑞玛精密官网，天风证券研究所

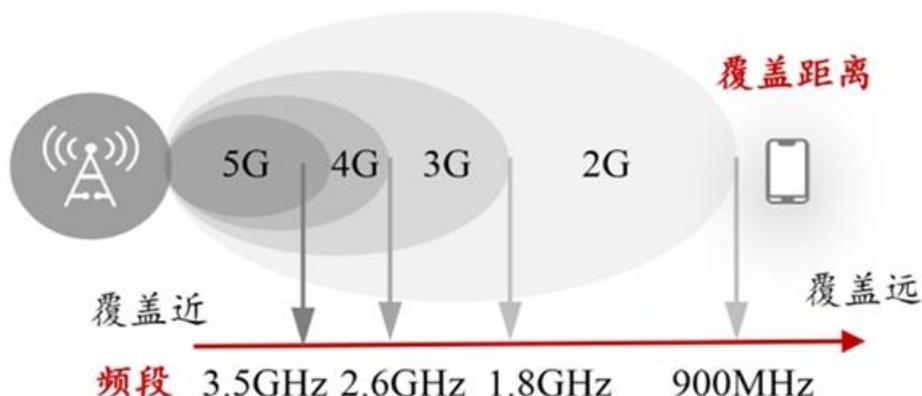
## 2. 5G 发展引领基站部件需求，提前布局静待机遇

### 2.1. 5G 时代基站需求持续提升，射频元件数量倍增

5G 高频谱导致覆盖范围减弱。根据电磁波的传播特性，电磁波频率与传输距离成反比，电磁波频率越高，基站覆盖距离越短。4G 采用的主要频段在 1.8-1.9GHz, 2.3-2.6GHz,

覆盖半径约为 1-3 公里；5G 如果采用在 2.6GHz, 3.4-3.6GHz, 4.8-4.9GHz 的中频段，覆盖半径约为 300-500 米。

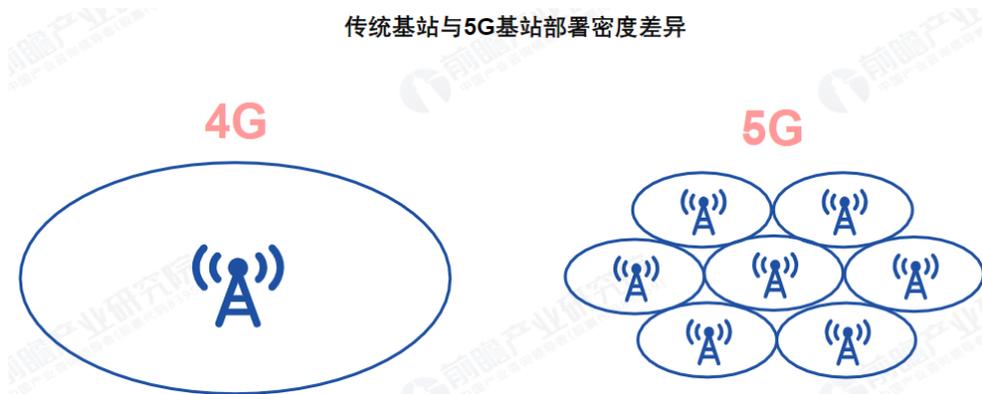
图 13: 覆盖距离随频谱增加而降低



资料来源: 锐观网, 天风证券研究所

预计 5G 部署密度增加。由于网络需求的增加，而 5G 覆盖范围却降低，对于 5G 基站建设的密度需要提高。但这也意味着建设的成本将大幅提升。

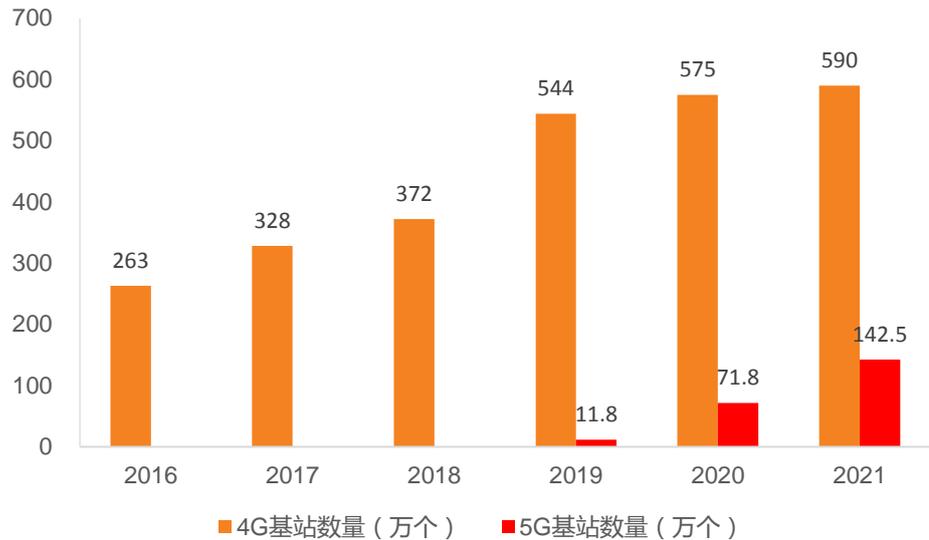
图 14: 5G 基站覆盖范围相比 4G 小



资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

我国基站建设数量提升显著，建设需求旺盛。根据工信部数据，截止 2021 年，我国 4G 基站数量已达 590 万个，较上年年末提升 6 万个，5G 基站数量达到 142.5 万个，全年新增 5G 基站超 65 万个。我们预计随着下游对网络速率需求的持续释放以及覆盖需求，基站数量仍将持续快速提升，带动基站设备需求提升。

图 15: 我国 4G/5G 基站数量



资料来源：工信部，天风证券研究所

**5G 新技术下，天线与滤波器需求显著提升。**5G 采用 Massive MIMO 技术，基站天线通道数量大幅成长，从现有 4G 的 4、8 通道逐步升级为 16、32、64，及 128 通道。天线数量成倍增长，同时每个天线都需要配备相应的双工器，并由相应的滤波器进行信号频率的选择和处理，因此对于滤波器的需求量将大量增加。同时 5G 基站天线需要满足高频、高速、大流量传输等特点，工艺难度与天线材质提升，天线单体价值提升。

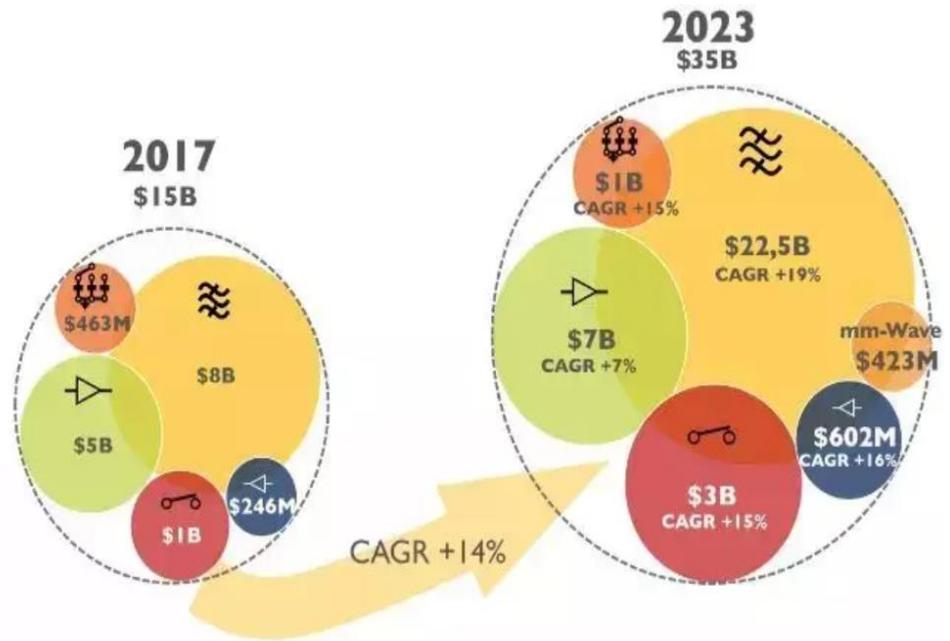
图 16：5G Massive MIMO 基站系统



资料来源：上海矽诺国际贸易有限公司网站，天风证券研究所

**滤波器市场规模将显著提升。**在 5G 新技术推动滤波器的数量提升下，预计其市场规模随之快速增长。根据 Yole 预估，全球射频元件的市场将从 2017 年的 150 亿美金提升至 2023 年的 350 亿美金，其中，滤波器的部份则从 80 亿美金提升至 225 亿美金，成为未来几年射频前端元件中成长最快的零组件。

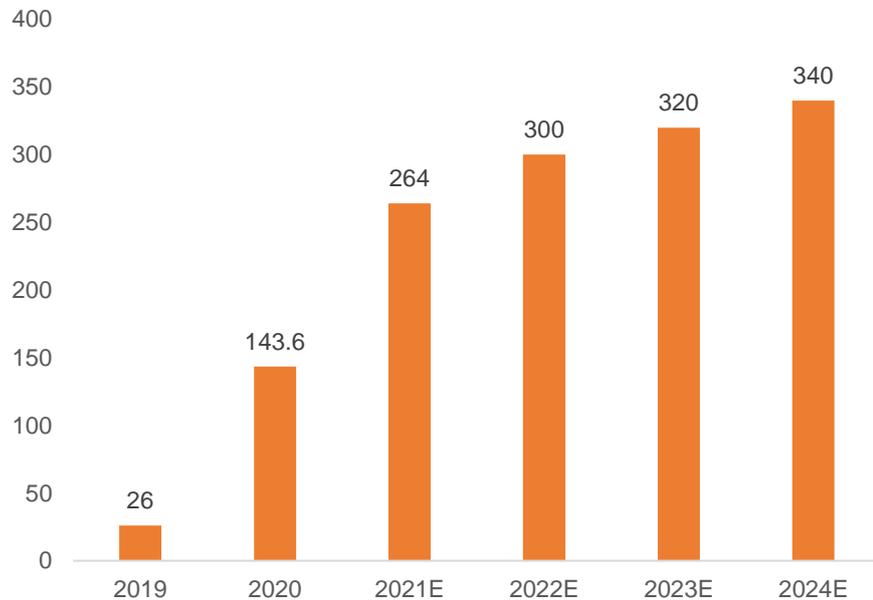
图 17：射频前端元件市场规模增长预测



资料来源：君鉴科技微信公众号，yole，天风证券研究所

**5G 基站建设带动基站天线市场规模增长。**5G 基站快速建设，根据工信部数据，2021 年年底我国 5G 基站数量已达到 142.5 万个，5G 基站数量与 5G 基站天线单体价值的同步提升，将助推 5G 基站天线投资规模大幅增长，前瞻产业研究院预计到 2024 年我国 5G 基站天线市场规模将达到 340 亿元。

图 18：5G 基站天线市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

## 2.2. 前期研发投入有望进入营收转换期，滤波器+天线布局成长空间广阔

### 2.2.1. 前瞻布局陶瓷滤波器，静待应用铺开

**陶瓷滤波器具备优势，未来或将广泛应用于 5G 时代。**陶瓷滤波器陶瓷片两面形变后产生电场而具有串联谐振特性。由于上述电磁波谐振发生在压力陶瓷介质内部，不需要固定谐振器，因此介质滤波器的体积较小。此外，陶瓷滤波器具有更高 Q 值材料特性，插损减小。凭借尺寸以及插损优势，我们认为陶瓷滤波器未来可能随着技术不断发展成熟，在 5G 基站中得到广泛使用。

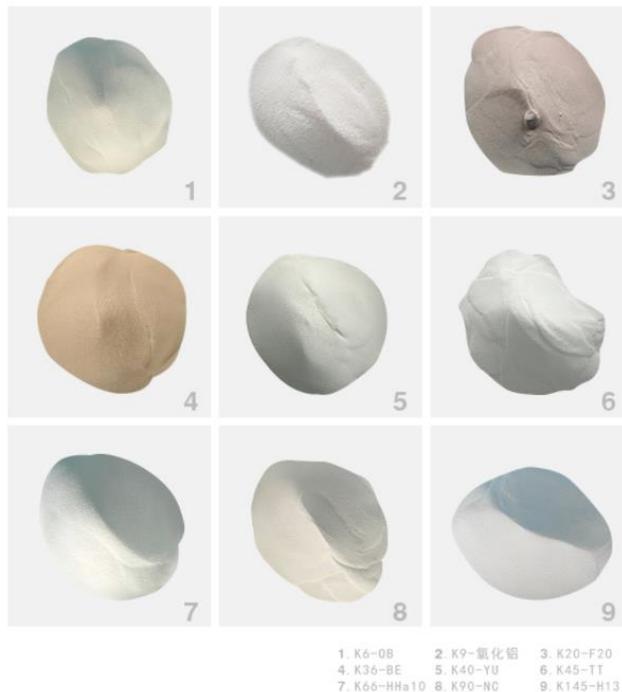
表 3：滤波器对比

滤波器分类	技术原理	优点	尺寸
金属同轴腔体	电磁波在同轴腔体滤波器中振荡	成本较低，技术工艺成熟	大
陶瓷介质谐振	电磁波在由介质材料制成的谐振器中振荡	高 Q 值、高抑制；插入损耗小、温度漂移特性好，功率容量和无源互调性能优	大
陶瓷介质	电磁波谐振发生在介质材料内部	尺寸小，Q 值高、选项特性好、工作频率稳定性好、插入损耗小	小

资料来源：先进陶瓷展微信公众号，天风证券研究所

**瑞玛精密收购惠虹电子，前瞻布局陶瓷滤波器。**公司于 2021 年 2 月收购惠虹电子 69% 的股权，惠虹电子是一家专门从事微波陶瓷材料及器件产品研发生产的公司，具有多种介质陶瓷原料，公司借助于收购惠虹电子，赋能打造陶瓷滤波器，有望在未来陶瓷滤波器应用中受益。

图 19：惠虹电子介质陶瓷原料



资料来源：惠虹电子官网，天风证券研究所

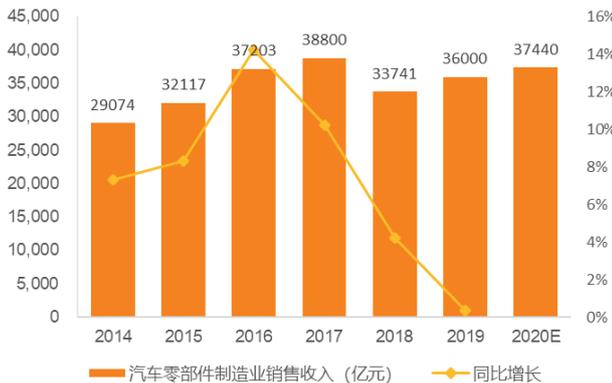
### 2.2.2. 天线进入量产阶段，有望快速上量

**公司天线量产，通信设备收入有望快速增长。**公司前期紧抓市场机遇，完成 4G/5G 滤波器和基站天线的多产品系列开发，4G/5G 基站天线产品已进入批量生产阶段，顺利实现客户量产订单交付。我们预计，在公司基站天线产销量快速上量后，通信设备收入有望实现快速增长。

### 3. 汽车零部件行业复苏带动需求，外延并购协同布局汽车电子+智能座舱

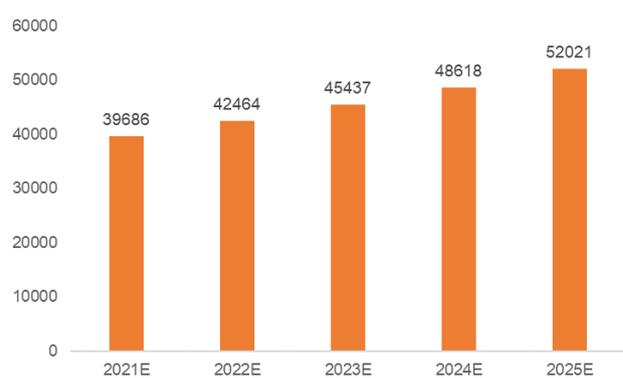
汽车零部件行业需求复苏在即。根据前瞻产业研究院数据显示，我国汽车零部件制造业销售收入在 2014-2017 年间呈现快速增长态势，2018 年开始增速有明显放缓趋势，主要与国内汽车销量下滑有关。随着国内汽车销量开始回暖，前瞻产业研究院预计未来汽车零部件制造业销售收入增速将回升，至 2025 年达到 52021 亿元。

图 20：汽车零部件制造业销售收入与增长情况



注：同比增速数据由于规模以上企业数量变动，每年统计口径有所不同，同比数据均为当年规模以上企业生产数据进行同比  
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 21：汽车零部件制造业销售收入预测（亿元）



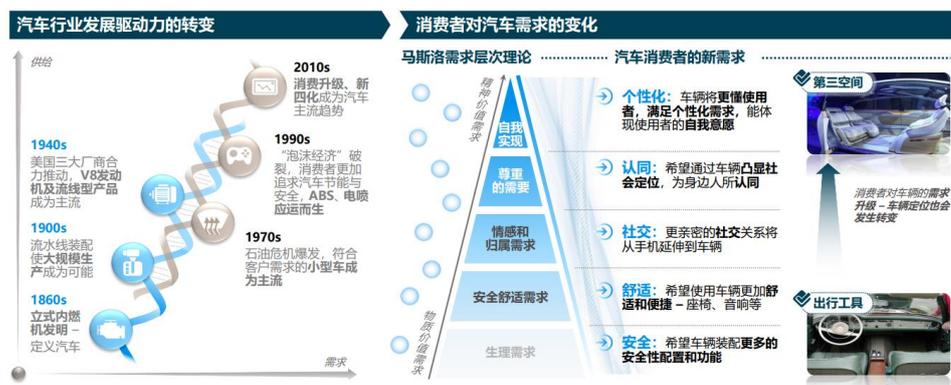
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

瑞玛精密有望受益于行业回暖，同时汽车两大发展趋势（智能化、网联化）以及汽车安全需求提升也将带动公司产品需求增长。

#### 3.1. 智能化：汽车功能需求转变，智能座舱发展引领汽车显示新需求

消费者对于汽车需求改变，新功能应运而生。汽车由 1860 年代发明内燃机开始至今发展已超过 150 年，2010 年开始消费升级、新四化成为汽车主流趋势，人们对于汽车的需求开始出现变化，从满足安全需求逐渐上升至个性化的需求，能体现使用者的自我意愿。汽车定义逐渐由出行工具转变为第三空间。

图 22：汽车新需求



资料来源：罗兰贝格管理咨询，地平线，天风证券研究所

**智能座舱新时代来临。**由于人们对于汽车的新个性需求，力求打造第三生活空间，智能座舱应运而生。驾驶舱的发展阶段历由电子座舱逐渐演变为智能助理、人机共驾和第三生活空间，智能座舱将实现包括娱乐、互联、定位、服务等功能。

图 23：智能座舱新阶段

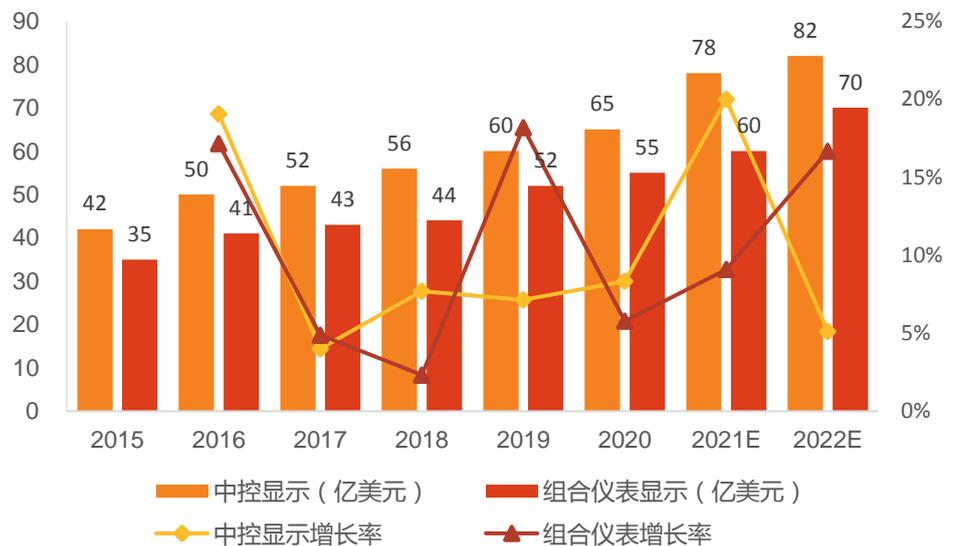


资料来源：罗兰贝格管理咨询，地平线，天风证券研究所

### 3.1.1. 中控显示与液晶仪表加速渗透，市场规模快速增长

汽车显示需求不断增加，带动市场规模增速显著。根据华经情报网数据，从细分市场来看，2020 年全球中控显示市场规模为 65 亿美元，较 2019 年增加 5 亿美元；组合仪表显示规模为 55 亿美元，同比增长 5.77%；抬头显示市场规模为 16 亿美元，同比增长 23.08%。

图 24：全球中控显示与组合仪表显示市场规模及增速



资料来源：华经情报网产业研究院微信公众号，Global Market Insights，天风证券研究所

### 3.1.2. 多屏化趋势带动需求量提升

多屏化成为趋势，带动汽车触控屏需求增长。根据佐思汽研数据，2021 上半年多屏与联屏车型呈现激进式逆势增长。其中，中控多屏车型销量同比增长 61%，座舱联屏车型销量同比增长 155%。这一销售成绩表明车企推动多屏联屏的决心显著，同时市场接受度也较高，预计未来多屏联屏汽车将持续增加，提升汽车触控屏的整体需求。

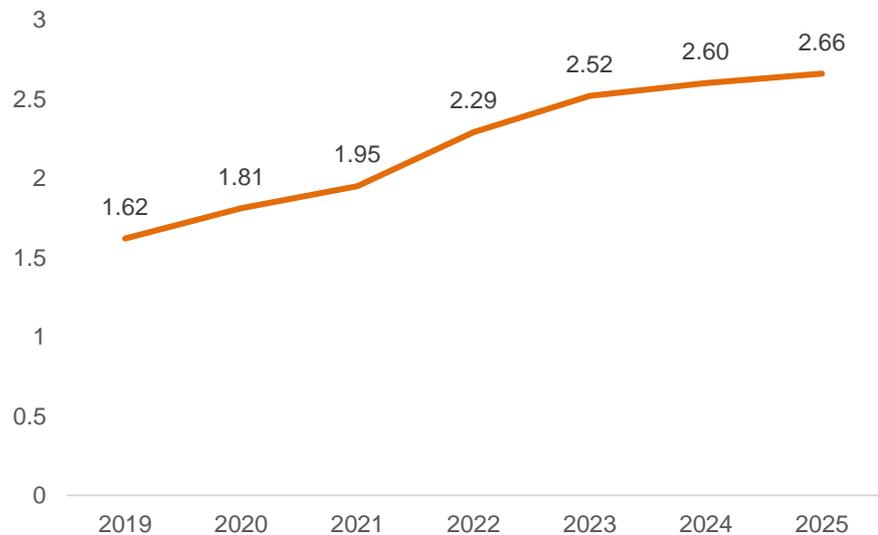
图 25：2021H1 中国乘用车市场多/联屏市场主机厂概况



资料来源: 佐思汽车研究微信公众号, 天风证券研究所

**新上市车型平均屏幕数量预计持续快速增长。**随着智能驾驶技术的不断提升, 人们在车内有更多的闲暇时间需要娱乐或其他活动, 座舱成为人们的第二个办公室、第二个客厅。车企纷纷推出多屏化新车, 根据佐思汽研数据, 2019-2025年新上市车型平均屏幕数量将呈现快速增长, 由2019年1.62个增长至2025年2.66个, 多屏或将逐渐成为新车标配。

图 26: 新上市车型平均屏幕数量 (个)



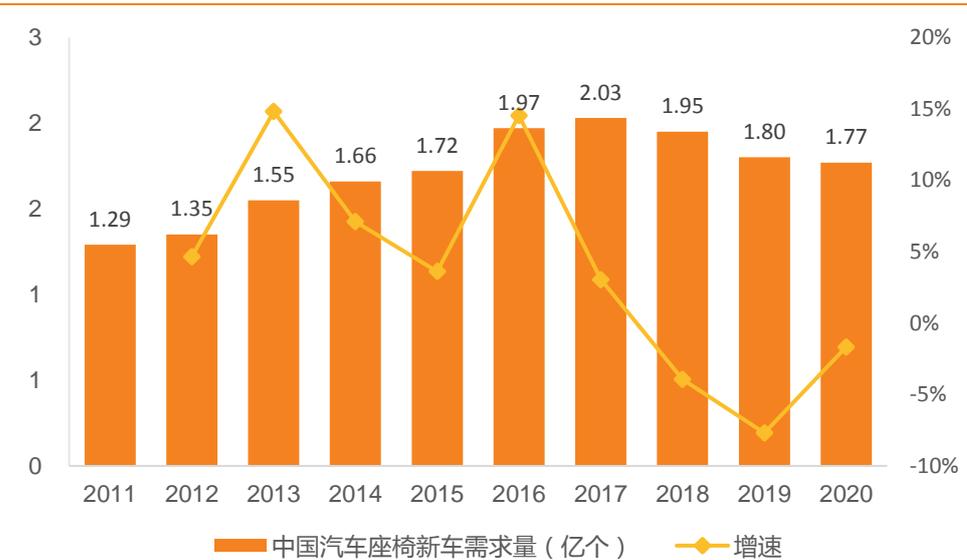
资料来源: 佐思汽研《汽车智能座舱白皮书(2021年)》, 天风证券研究所

### 3.1.3. 座舱座椅: 轻量化、高附加值成为主要发展趋势

**汽车座椅需求量有望低谷回升。**根据前瞻产业研究院数据, 中国汽车座椅新车需求量在2018-2020年呈现下滑态势, 主要与汽车产量下降有关, 但在2020年降幅已明显收窄,

同比下降 1.7%。我们认为汽车座椅需求量有望实现低谷回升，在整体汽车行业回暖的背景下，汽车座椅需求量预计重新回到增长轨道。

图 27：中国汽车座椅新车需求量



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**汽车座椅未来发展趋势：轻量化、舒适化、智能化为主旋律。**研究汽车座椅未来的发展趋势，除了安全性的提升外，智能化、轻量化以及舒适化是至关重要的。汽车座椅在整车重量占比上达到 6%，应用轻量化骨架材料将帮助整车实现轻量化需求；此外随着自动驾驶、智能座舱的发展，汽车智能座椅需求也将提升。同时目前车厂纷纷开始进行软件定义汽车，进行汽车运营业务，汽车座椅成为增值服务方向之一，汽车消费偏好升级下，人们愿意享受座椅更舒适的体验。如特斯拉 Model3 中就有后排座椅加热功能升级服务，对加热座椅服务进行售卖。

表 4：汽车座椅发展趋势

发展趋势	具体分析
更加安全	安全是汽车座椅的首要考虑因素。当碰撞事故发生时，需要座椅与安全带、气囊的良好配合以对驾乘者起到有效的保护作用。
更加舒适	随着居民生活水平的提高，汽车消费偏好将逐步升级，中低端乘用车的功能性及舒适性逐步提高，未来乘用车将朝着低端中配、中端高配的方向发展。
智能化	电子电气与汽车座椅开始实现融合，智能化座椅将成为汽车工业的重要走向。
轻量化	汽车座椅重量占整车重量的 6%，通过减轻汽车座椅的重量，有助于实现汽车轻量化。
环保可持续	部分车型已经开始使用可持续材料制成的汽车座椅，但由于成本较高，目前仅在高端豪华车型中有所运用。

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 28：汽车轻量化座椅骨架

图 29：特斯拉后排座椅加热功能



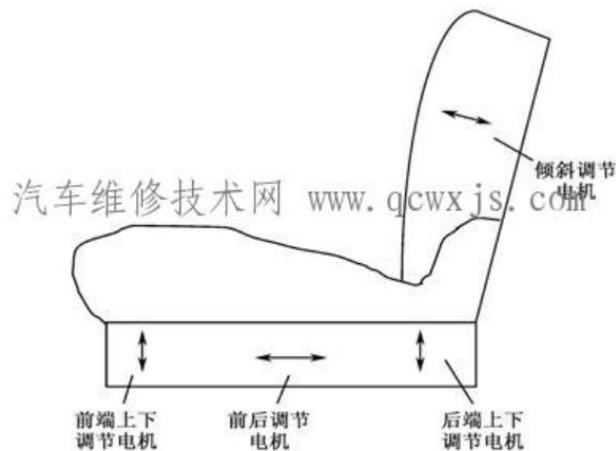
资料来源：佐思汽车研究微信公众号，天风证券研究所



资料来源：第一电动网，天风证券研究所

电动座椅适应舒适化、安全化、智能化趋势，带动电机需求。目前汽车电动座椅得到较为广泛应用，电动座椅是指以电动机为动力，通过传动装置和执行机构来调节座椅位置的座椅。目前电动座椅多采用永磁式双向直流电动机，一般一个座椅可安装 2 个、3 个 4 个或 6 个电机，可为驾驶者提供便于操作、舒适、安全的驾驶位置，符合舒适、安全、智能的发展需求。我们认为，汽车电机需求有望持续提升，未来有望成为汽车座椅标配。

图 30：汽车电动座椅构成



资料来源：汽车维修技术网，天风证券研究所

### 3.2. 网联化：车联网需求提升，T-BOX 逐渐成为标配

全球车联网规模快速增长。在整体车联网大趋势下，车联网渗透率快速上升，根据 IHS 预测，2022 年全球联网汽车保有量渗透率达到 24%。渗透率提升推动全球车联网市场规模快速上升，预计到 2022 年全球车联网市场规模将达到 1629 亿美元，同比增速维持 15% 以上，中国车联网市场则增长速度更高，到 2022 年增速大约为 25%。

同时联网汽车新增销售量也将快速增加，据锐观咨询数据，预计 2022 年联网汽车新增销量将达到 9800 万台，其中嵌入式模组连接方式、手机连接方式和二者混合方式将分别达

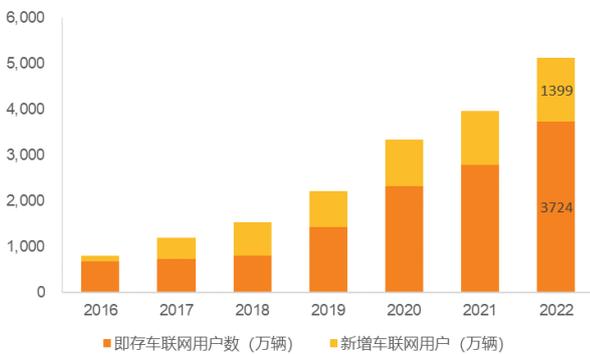
到 4800 万台、1800 万台和 3200 万台。

图 31: 全球车联网市场规模及预测



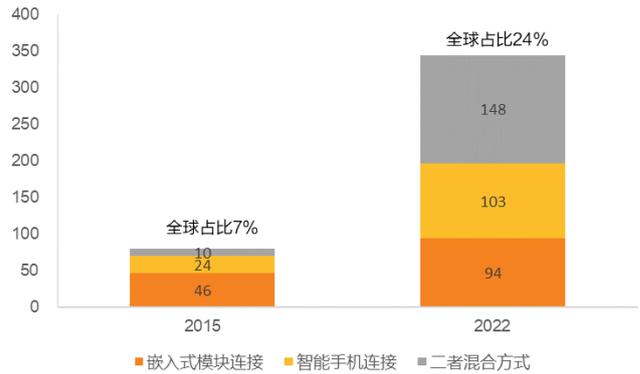
资料来源: 立鼎产业研究网, 天风证券研究所

图 33: 中国前装车联网用户规模 (万辆)



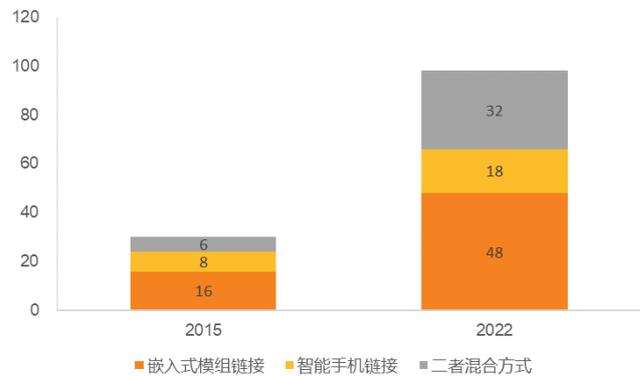
资料来源: 阿里云数据库, 天风证券研究所

图 32: 联网汽车保有量预测 (百万台)



资料来源: 锐观咨询, 天风证券研究所

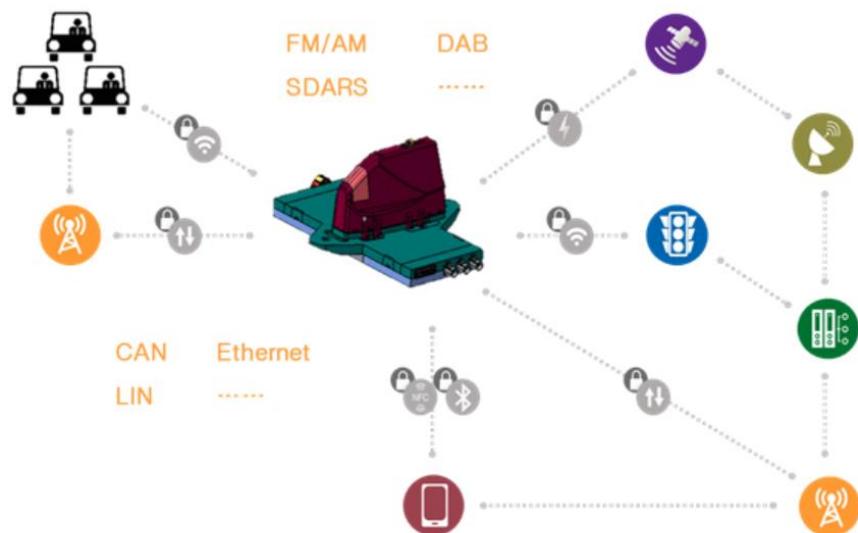
图 34: 联网汽车新增销售量预测 (百万台)



资料来源: 锐观咨询, 天风证券研究所

**车联网渗透带动 T-BOX 安装需求, 预计逐渐成为车厂标配。**车载 T-Box 是车联网设备终端, 通过 4G 远程无线通讯、GPS 卫星定位、加速度传感和 CAN 通讯等功能, 为整车提供远程通讯接口, 具备包括通讯功能、定位能力、OTA 升级、V2X 等功能。

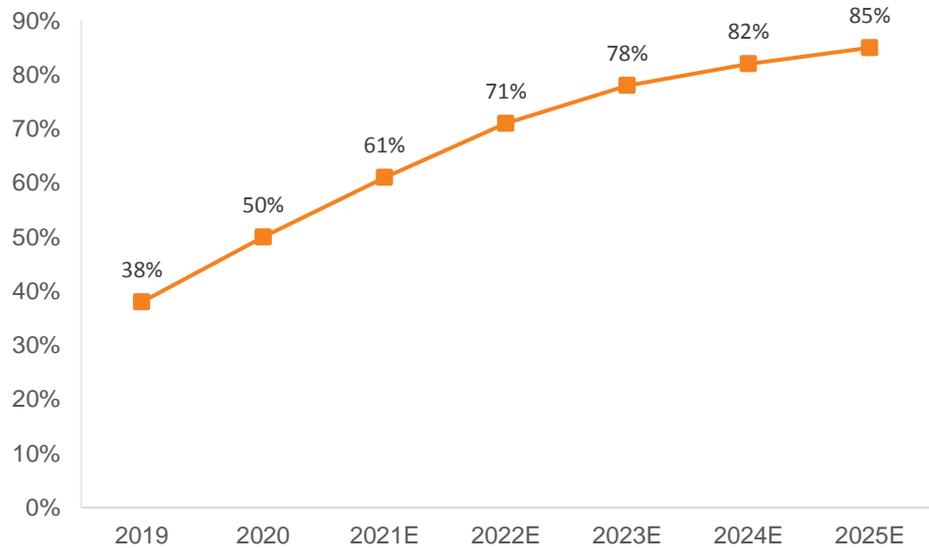
图 35: T-Box 功能



资料来源：东软集团官网，天风证券研究所

我国乘用车 T-Box 装配率快速上升。根据华经情报网数据，我国乘用车 T-Box 渗透率预计从 2020 年 50% 快速上升至 2025 年 85%。装配率提升将显著带动 T-BOX 及其零部件需求量。

图 36：我国乘用车 T-Box 装配率

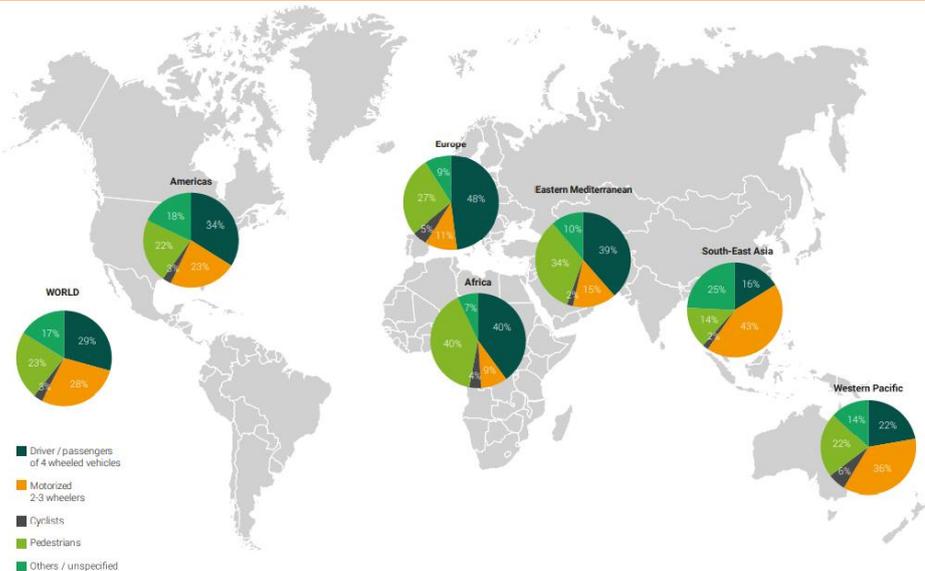


资料来源：CESIUMAI 车小米微信公众号，天风证券研究所

### 3.3. 行驶安全备受重视，安全系统单车价值量持续提升

汽车乘客安全一直以来备受重视。根据 WHO 的统计，全球交通事故中死亡比例最高的是 4 轮机动车的驾驶员与乘客，占 29%；欧洲地区甚至高达 48%。对于汽车乘客的安全保护措施备受关注，汽车安全系统需不断完善。

图 37：全球不同地区不同类别交通事故死亡人员比例

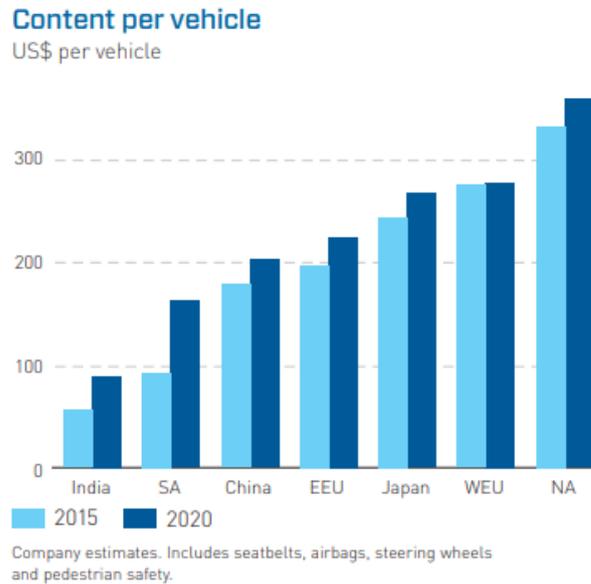


资料来源：WHO，天风证券研究所

安全系统单车价值量不断提升。根据 Autoliv 的统计，随着全球安全标准不断提高，监管

更加严格，汽车安全系统单车价值不断提升。自 2015 年以来，汽车安全系统 CPV 在所有地区都有所增加，尤其是在印度和南美等新兴市场。

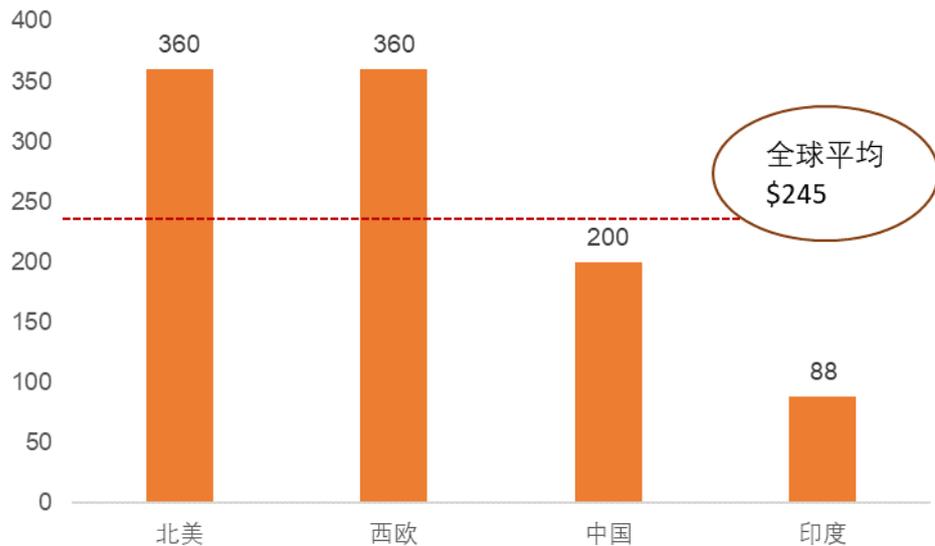
图 38：全球安全系统的价值量不断提升



资料来源：Autoliv，天风证券研究所

分地区来看，中国被动安全系统单车价值量处于全球平均水平之下，有较大发展空间。根据 Autoliv 的统计，2020 年全球每辆轻型车被动安全系统的平均含量增加到 245 美元左右。在西欧和北美等发达市场，平均被动安全系统价值约为每辆车 360 美元，而在中国和印度等发展中国家，每辆车的平均被动安全系统价值分别约为 200 美元和 88 美元。中国市场被动安全系统价值量拥有较大增长空间。

图 39：全球各地区被动安全系统价值量

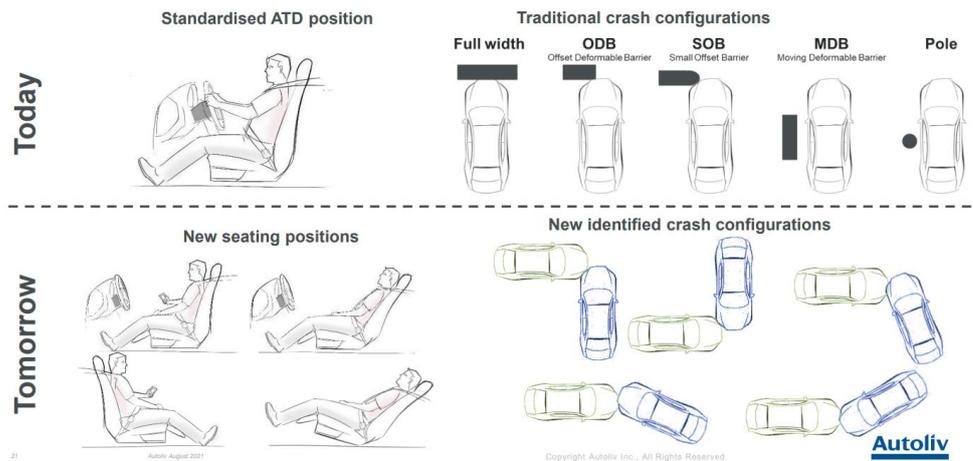


资料来源：Autoliv，天风证券研究所

智能驾驶发展下，对保护系统提出新的需求。目前智能驾驶不断发展，各车企不断向 L5 级自动驾驶演进，在未来随着自动驾驶的实现，汽车驾驶员/乘客的乘坐姿态或更多样，需

要提升对于乘员的保护，提高汽车安全系统的需求。

图 40：现在与未来的乘客保护系统对比



资料来源：Autoliv，天风证券研究所

### 3.4. 大客户助力产品推广，并购打造协同效应

公司在汽车领域产品品类多样，销售量持续增长。公司在汽车与新能源汽车领域的产品布局包括电磁阀、油封盖、离合器变速箱、多媒体壳体、座椅骨架等，产品品类广泛。经过多年发展，公司汽车零部件产品销量呈现逐年增长的态势，2021 年销售量达到 5.25 亿件，同比增长 33.57%；销售单价在 2016-2019 年间持续增长，但 2020 年出现小幅度下滑，为 0.66 元/件，21 年由于披露口径有变化未有明确价格数据。

图 41：瑞玛精密汽车零部件产品销量与单价



资料来源：瑞玛精密招股说明书，瑞玛精密年度报告，天风证券研究所

我们认为，公司能够持续在汽车零部件领域保持销售增长的态势，得益于公司与优质客户的长期良好合作关系、对新产品的不断布局，以及自身领先的工艺技术。相信公司在几项竞争优势的加持下，汽车零部件领域业务将持续快速增长。

#### 3.4.1. 与国际顶尖 Tier1 厂商合作，供货领先新能源车企客户

公司 tier1 客户全球市场地位领先，赋能公司产品出货。瑞玛精密服务与全球顶尖的 Tier1 厂商如蒂森克虏伯、上海延锋、大陆、哈曼、博世等，这些厂商在全球汽车市场地位赫然，占据包括智能座舱等领域在内的较大市场份额，这也将推动公司的产品更好的应用推广。

表 5：2021 年全球汽车零部件供应商 30 强名单

排名	公司	2020 年营收( 亿美元)	排名	公司	2020 年营收( 亿美元)
1	博世	465.15	16	松下汽车系统	126.29
2	电装	411.27	17	延锋	121.83
3	采埃孚	334	18	马瑞利	115.74
4	麦格纳国际	326.47	19	安波福	114.85
5	爱信精机	319.35	20	捷太格特	113.1
6	大陆	296.83	21	Motherson Group	106.18
7	现代摩比斯	250.74	22	蒂森克虏伯	102.88
8	佛吉亚	175.85	23	博格华纳	99.71
9	李尔	170.46	24	马勒	98
10	法雷奥	169.46	25	彼欧	94.88
11	矢崎	158.53	26	日立汽车系统	93.12
12	住友电工	151.22	27	丰田纺织	92.36
13	巴斯夫	142.55	28	弗恩基	89.71
14	安道拓	126.7	29	舍弗勒	86.03
15	天纳克	126.54	30	海斯坦普	85.13

资料来源：ittbank 微信公众号，天风证券研究所

目前公司产品已间接向领先车企供货，助推公司业绩增长。得益于拥有领先 tier1 厂商客户，目前公司已间接向国内外领先车企进行供货，**主要包括特斯拉、宝马、吉利汽车、通用汽车、长城汽车、大众集团等**，此外公司新产品空气悬挂系统成功获得大陆集团空气悬挂项目产品定点，为公司空气悬挂领域业务奠定了良好的基础。我们认为，进入头部车企供货体系将提升公司业绩的稳定性以及可增长性，为公司未来汽车领域业务增长注入强心剂。

表 6：瑞玛精密目前间接供应车厂代表性产品情况

整车厂	Tier1	供应产品
特斯拉	采埃孚	冲压产品“安全气囊外壳”
	哈曼	冲压产品“导航仪金属支架”
	拓普集团	紧固件产品
	上海延锋	座椅金属骨架配套产品
BMW	大陆集团	多媒体固定板
上汽集团	博格华纳	280 双离合变速箱
长安混合能源汽车	博格华纳	离合器变速箱配套产品
长城汽车	博格华纳	离合器变速箱配套产品
吉利汽车	博格华纳	离合器变速箱配套产品
北美通用汽车	延锋	座椅金属骨架配套产品
大众汽车	大陆集团	智联雷达天线配套产品
通用汽车	大陆集团	智联雷达天线配套产品

资料来源：公司年度报告，公司公告，同花顺财经，投资者关系互动平台，天风证券研究所

或与北美新能源汽车大客户深化合作关系，推动产品更受认可。公司此前通过采埃孚、哈曼、拓普集团以及上海延锋为特斯拉间接提供包括座椅金属骨架、安全气囊外壳等产品，目前公司收购墨西哥瑞玛另外 25%的股权，合计持股 80%，旨在拓展北美新能源汽车的客

户以及通信相关客户。我们认为公司有望通过墨西哥瑞玛在北美市场多年的布局，加强对北美新能源汽车业务及大客户的深度开拓，进一步打响产品知名度，为拓展更多知名车企奠定基础。

根据瑞玛精密投资者调研活动记录表披露，2021 年新开发的汽车及新能源汽车项目中，新能源汽车产品订单比例超过 50%，同比实现了较大的增长。向新能源汽车业务不断发力使公司打开广阔市场空间。

图 42：瑞玛精密与北美大客户合作示意图



资料来源：投资者关系互动平台，公司公告，天风证券研究所

### 3.4.2. 外延并购座椅零件厂商，打造协同效应

**公司并购广州汽车零件厂商，协同布局汽车电子+智能座舱。**2022 年 5 月 16 日，公司通过董事会会议，以人民币 9850 万元收购广州市信征汽车零件有限公司 36.482% 股权并向公司增资 8000 万元。同日，公司与标的公司及其原股东签订了《股权收购协议》。广州信征汽车零件有限公司做出业绩承诺为 2022 年不低于 2400 万元，2022 年、2023 年两年合计不低于 5,300 万元以及 2022 年、2023 年、2024 年合计不低于 9,000 万元。

标的公司广州信征的主要产品包括汽车座椅舒适系统（含加热、通风、按摩、支撑等）及相关电控系统 ECU、座椅线束、电动座椅专用开关、座椅感应器 SBR 等，同时在研产品包含汽车座椅有刷/无刷电机、方向盘加热和触摸感应系统用部件、座椅调节指纹识别用部件等，有望适应汽车舒适化、智能化、电动化的发展，同时快速提高公司汽车电子（自动驾驶系统、智能座舱系统）领域相关产品的市场份额，从而进一步提升公司的竞争力、盈利水平及可持续发展能力。在未来信征汽车零件有限公司研发成功座椅电机后，有望大幅带动该类产品的销售收入：国内 2021 年汽车产量 2092.7 万辆，假设单座椅 4 个电机，单车两个前排座椅应用座椅电机测算，出货量空间超过 1.5 亿个。

另外，若标的公司 2024 年或 2025 年经甲方聘请的具有证券从业资格的会计师事务所审计的年度净利润不低于 4,500 万元同时满足当年度舒适系统（包括风扇电机、汽车座椅电机）的业务收入合计占比超过标的公司总收入 70.00% 以上后，瑞玛将在 2025 年内或 2026 年内按不低于本次交易转让股权的估值收购乙方持有的标的公司不低于 29.00% 的股权。通过这次收购，公司在汽车电子与智能座舱产品的布局更加完善，产生协同效应。

图 43：广州信征汽车零件有限公司部分产品图



资料来源：搜了网-广州市信征汽车零件有限公司，天风证券研究所

表 7：广州信征汽车零件有限公司主要产品与研发阶段产品

主要产品	汽车座椅舒适系统（加热、通风、按摩、支撑等）
主要产品	电控系统 ECU
	座椅线束
研发与送样阶段产品	电动座椅专用开关
	座椅感应器 SBR
	汽车座椅有刷/无刷电机
	方向盘加热和触摸感应系统用部件
	座椅调节指纹识别用部件

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**有望整合客户资源，突破更多车厂客户。**瑞玛精密和标的公司在客户结构上大部分重叠，部分具有互补性。同时，公司汽车及新能源汽车产品主要应用于德系、美系及国产品牌车，而广州信征产品已应用到日系品牌车，因此本次收购完成后，公司的客户资源有望实现整合，也将助力公司未来突破日系品牌车厂。

### 3.4.3. 研发打造空气悬架，未来中高端车应用扩大

**空气悬挂具有多项优势助力推广。**空气悬架技术源于上世纪 30 年代，目前发展已有一段时间。其具备多项优势，包括节油、减重等，使得高端车型，以及客车、专用车和半挂车未来或将大幅度应用空气悬架。此前国内出台的 GB7258-2017《机动车运行安全技术条件》规定，自 2020 年 1 月 1 日起，总质量大于或等于 12000Kg 危险货物运输货车的后轴，所有危险货物运输半挂车，以及三轴栏板式、仓栅式半挂车应装备空气悬架。我们认为，空气悬架未来在国内市场的需求有望呈现快速增长。

图 44：空气悬架具备多优势

项 目	配空气悬架车辆
年行驶里程	12万公里
空气悬架结构节省燃油	根据客户实测，按百公里最低节油1.5L，柴油按6元/升计算，每公里节油0.09元，节油 <b>10,800</b> 元/年
车辆自重减轻	150Kg
<b>据中国汽车工业协会和物流企业实际测算，每减轻1kg，车辆每行驶1万公里，能有效节省0.6L燃油</b>	
轻量化带来的油耗成本降低（柴油按6元/升计算）	可节省燃油 <b>6,480</b> 元/年
高品质带来的二年或40万公里免维护	节省维护费用 <b>1,000</b> 元/年
维护保养误工费用	<b>4,000</b> 元/年
节约轮胎费用	<b>2,000</b> 元/年
<b>累计给客户带来收益</b>	<b>24,280</b> 元/年

资料来源：长久集团微信公众号，天风证券研究所

公司布局研制空气悬架产品，有望打开新市场。目前公司积极开发空气悬架相关产品，开发产品主要应用于其中的空气减震器或上控制臂中，随着空气悬架的推广应用，公司产品有望实现快速上量，目前公司已获得大陆集团产品定点信。

图 45：空气悬架示意图



资料来源：瑞玛精密 2021 半年度报告，天风证券研究所

#### 3.4.4. 新能源汽车包用金属冲压部件顺利进入供应链体系，产品边界持续拓展

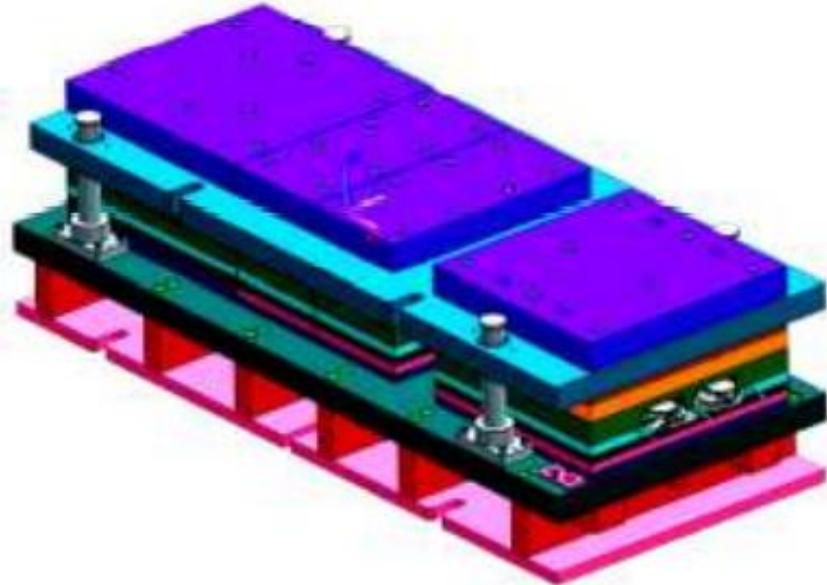
公司新产品业务进展顺利，突破进入供应链体系，未来空间广阔。公司在建工程项目包括汽车新能源汽车包的紧固件生产项目，目前产品业务有突破进展，已顺利进入某知名车用锂电池生产制造商的供应链体系，并积极争取承接其新能源汽车包结构件产品项目，目前已承接该客户模具设计开发项目。

#### 3.4.5. 工艺优势满足客户需求，赋能品牌建立与产品推广

公司在制造领域具备核心竞争力，赋能公司产品生产。公司在保证产品质量的前提下精简生产工序，尽可能地将连续、自动化作为模具的研发方向。以汽车安全系统中复杂异形拉

深冲压模具为例，该类终端产品的外形复杂，尺寸要求严格，侧冲孔数量繁多且呈圆周型分布在拉深件上，公司通过与客户反复沟通和模具改进，设计了新型侧冲单元，与一个工步完成 4 孔侧冲的传统工艺相比，公司能够在在一个工步完成 5-10 个孔的同步侧冲。

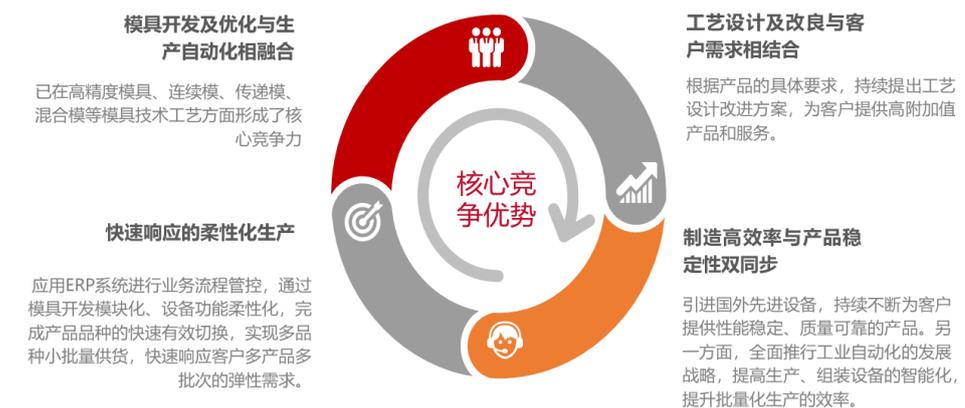
图 46：瑞玛精密新型侧冲单元



资料来源：瑞玛精密招股说明书，天风证券研究所

此外，公司具备生产自动化、工业高效率、产品稳定性高等多重竞争优势，公司柔性生产技术亦为快速响应客户需求奠定了基础，客户反馈良好，增强了客户对公司的黏性。

图 47：瑞玛精密制造核心竞争力



资料来源：瑞玛精密官网，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

核心业务假设：

业务基本假设：

考虑到公司持续开拓知名汽车 Tier1 客户与车厂客户，同时收购广州信征公司打造业务协同效应，我们预计汽车领域业务有望快速增长，假设汽车行业 2022-2024 年收入增速分别为 60%、50%和 45%；毛利率皆为 22%；

公司丰富通信领域产品类别，天线与滤波器产品的应用有望推动通信领域业务增长。移动通信零部件 2022-2024 年收入增速分别为 20%、18%和 15%；毛利率分别为 29%、28.5%和 28%；

受益于国家电力投资持续建设发展，公司有望推动业务发展，提升市场份额，保持业务快速稳健增长。电子电气行业 2022-2024 年收入增速为 30%、25%、20%；毛利率分别为 20%、19.5%、19%；

其他行业 2022-2024 年收入增速为 35%、35%、30%；毛利率皆为 50%；

表 8：公司业务拆分预测（单位：百万元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
汽车行业	业务收入	383.63	613.82	920.72	1335.05
	同比增长率	38.97%	60.00%	50.00%	45.00%
	成本	303.23	478.78	718.16	1041.34
	毛利率	20.96%	22.00%	22.00%	22.00%
移动通信行业	业务收入	257.97	309.56	365.29	420.08
	同比增长率	14.14%	20.00%	18.00%	15.00%
	成本	186.8459954	219.79	261.18	302.46
	毛利率	27.57%	29.00%	28.50%	28.00%
电子电气行业	业务收入	89.39	116.21	145.26	174.31
	同比增长率	37.49%	30.00%	25.00%	20.00%
	成本	72.84	92.97	116.93	141.19
	毛利率	18.52%	20.00%	19.50%	19.00%
其他行业	业务收入	23.90	32.26	43.56	56.62
	同比增长率	39.67%	35.00%	35.00%	30.00%
	成本	11.87	16.13	21.78	28.31
	毛利率	50.32%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	业务收入	754.90	1071.85	1474.83	1986.06
	同比增长率	29.22%	41.99%	37.60%	34.66%
	成本	574.79	807.67	1118.06	1513.30
	毛利率	23.86%	24.65%	24.19%	23.80%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.2. 投资建议

公司深耕工业零部件市场多年，持续与行业内领先企业进行合作绑定。受益于通信 5G 网络带来的产品需求新机遇以及国内汽车市场的复苏导致零部件需求的提升，叠加公司不断布局汽车与滤波器新产品，推动公司业务持续快速成长。预计公司 22-24 年归母净利润分别为 0.9、1.35 和 1.80 亿元，对应 22-24 年市盈率分别为 25、16、12 倍。选取同样为通信/汽车精密部件供应商的锐新科技与文灿股份作为可比公司，参考可比公司 22 年平均 29 倍估值，考虑公司开拓新能源汽车业务，业绩增速较高，给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应股价为 22.59 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：瑞玛精密可比公司估值（可比公司参考 WIND 一致盈利预测数据，截至 2022 年 5 月 19 日）

	EPS				PE			
公司	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
锐新科技	0.69	1.02	1.32	1.66	38.27	22.13	16.98	13.55
文灿股份	0.37	1.22	2.09	2.94	157.60	36.50	21.39	15.16

平均

29.32

19.19

14.36

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示:

**1、5G 推广应用节奏不及预期:** 公司移动通信类业务将受益于 5G 发展, 滤波器需求相应增加, 但 5G 基站存在功耗较大的问题, 5G 推广节奏可能存在较预期放缓的风险, 从而影响公司移动通信业务领域的收入增速。

**2、行业竞争激烈, 价格下降风险:** 零部件制造业属于工业领域, 毛利率将随着竞争的加剧而降低, 从而影响公司整体盈利能力。

**3、上游原材料涨价影响盈利能力:** 公司上游原材料多为钢铁等大宗商品, 目前上游原材料价格持续维持高位, 对公司盈利能力将造成影响。

**4、新产品应用不及预期:** 公司在通信领域和汽车领域均布局研发了新产品如陶瓷滤波器、空气悬架等, 但新产品推广应用的效果难以预料, 存在新产品推广不及预期, 从而影响公司营业收入的风险。

**5、汽车芯片紧缺导致行业景气度不及预期:** 汽车芯片仍存在紧缺的情况, 或导致整体行业销量低于预期, 行业景气度不及预期, 导致产业链各家公司产品需求受到影响。

## 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	267.96	368.71	496.52
应收票据及应收账款	234.08	249.35	494.99	652.09	947.79
预付账款	4.25	5.27	8.20	9.24	15.38
存货	119.07	170.94	255.33	308.76	466.48
其他	142.83	79.63	70.01	91.80	83.41
<b>流动资产合计</b>	<b>839.94</b>	<b>756.11</b>	<b>1,096.49</b>	<b>1,430.59</b>	<b>2,009.59</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>266.54</b>	<b>376.63</b>	<b>417.43</b>	<b>433.72</b>	<b>443.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,106.48</b>	<b>1,132.74</b>	<b>1,513.92</b>	<b>1,864.31</b>	<b>2,452.59</b>
短期借款	12.71	5.00	90.63	277.12	429.62
应付票据及应付账款	185.48	203.02	335.42	347.02	554.04
其他	91.91	47.08	121.32	116.15	154.88
<b>流动负债合计</b>	<b>290.10</b>	<b>255.11</b>	<b>547.38</b>	<b>740.29</b>	<b>1,138.55</b>
长期借款	50.00	60.00	79.78	122.76	156.82
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>59.95</b>	<b>82.71</b>	<b>94.78</b>	<b>134.76</b>	<b>166.82</b>
<b>负债合计</b>	<b>350.95</b>	<b>343.44</b>	<b>642.16</b>	<b>875.05</b>	<b>1,305.36</b>
少数股东权益	(0.13)	4.57	7.01	10.56	15.23
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	308.25	422.69	576.07
其他	(1.97)	(2.97)	(1.72)	(2.22)	(2.30)
<b>股东权益合计</b>	<b>755.54</b>	<b>789.29</b>	<b>871.76</b>	<b>989.25</b>	<b>1,147.22</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,106.48</b>	<b>1,132.74</b>	<b>1,513.92</b>	<b>1,864.31</b>	<b>2,452.59</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	63.86	42.95	90.35	134.64	180.45
折旧摊销	24.92	33.74	38.26	41.85	44.90
财务费用	1.20	8.49	(2.79)	(6.77)	(11.70)
投资损失	(7.85)	(5.41)	(6.46)	(8.07)	(6.65)
营运资金变动	(48.43)	(49.95)	(128.64)	(221.07)	(209.62)
其它	19.57	16.68	4.78	6.17	7.49
<b>经营活动现金流</b>	<b>53.27</b>	<b>46.51</b>	<b>(4.51)</b>	<b>(53.24)</b>	<b>4.87</b>
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)	(165.04)	(128.93)	(99.35)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(191.98)</b>	<b>(57.13)</b>	<b>(77.34)</b>	<b>(60.93)</b>	<b>(47.35)</b>
债权融资	72.77	11.21	109.63	236.24	198.26
股权融资	343.61	(6.57)	(10.75)	(21.32)	(27.97)
其他	(54.04)	(71.59)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>362.33</b>	<b>(66.94)</b>	<b>98.88</b>	<b>214.91</b>	<b>170.29</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>223.62</b>	<b>(77.56)</b>	<b>17.03</b>	<b>100.74</b>	<b>127.81</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>584.19</b>	<b>754.90</b>	<b>1,071.85</b>	<b>1,474.83</b>	<b>1,986.06</b>
营业成本	421.86	574.79	807.67	1,118.06	1,513.30
营业税金及附加	3.31	2.91	6.31	7.57	9.85
销售费用	13.80	19.25	23.04	29.50	37.74
管理费用	49.20	63.50	83.60	108.40	142.00
研发费用	30.16	42.90	58.42	78.17	103.28
财务费用	(0.01)	4.60	(2.79)	(6.77)	(11.70)
资产/信用减值损失	(11.15)	(14.05)	(9.92)	(8.71)	(8.89)
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	6.46	8.07	6.65
其他	3.97	13.61	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>64.84</b>	<b>40.88</b>	<b>94.05</b>	<b>141.27</b>	<b>191.36</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>71.01</b>	<b>45.25</b>	<b>98.16</b>	<b>146.15</b>	<b>195.82</b>
所得税	7.15	2.30	4.94	7.34	9.87
<b>净利润</b>	<b>63.86</b>	<b>42.95</b>	<b>93.22</b>	<b>138.81</b>	<b>185.94</b>
少数股东损益	8.34	(2.67)	2.88	4.17	5.49
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>55.53</b>	<b>45.63</b>	<b>90.35</b>	<b>134.64</b>	<b>180.45</b>
每股收益(元)	0.46	0.38	0.75	1.12	1.50

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-4.21%	29.22%	41.99%	37.60%	34.66%
营业利润	-41.11%	-36.95%	130.05%	50.21%	35.46%
归属于母公司净利润	-35.27%	-17.83%	98.01%	49.02%	34.02%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.79%	23.86%	24.65%	24.19%	23.80%
净利率	9.50%	6.04%	8.43%	9.13%	9.09%
ROE	7.35%	5.81%	10.45%	13.76%	15.94%
ROIC	16.97%	12.25%	16.17%	18.06%	17.80%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.72%	30.32%	42.42%	46.94%	53.22%
净负债率	-35.33%	-20.57%	-8.32%	5.68%	10.02%
流动比率	2.89	2.90	2.00	1.93	1.77
速动比率	2.48	2.24	1.54	1.52	1.36
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.70	3.12	2.88	2.57	2.48
存货周转率	5.80	5.21	5.03	5.23	5.12
总资产周转率	0.68	0.67	0.81	0.87	0.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.46	0.38	0.75	1.12	1.50
每股经营现金流	0.44	0.39	-0.04	-0.44	0.04
每股净资产	6.30	6.54	7.21	8.16	9.43
<b>估值比率</b>					
市盈率	39.89	48.55	24.52	16.45	12.28
市净率	2.93	2.82	2.56	2.26	1.96
EV/EBITDA	16.27	16.42	13.92	11.43	9.35
EV/EBIT	19.74	21.13	18.78	14.62	11.49

### 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