

投资评级 优于大市 首次覆盖

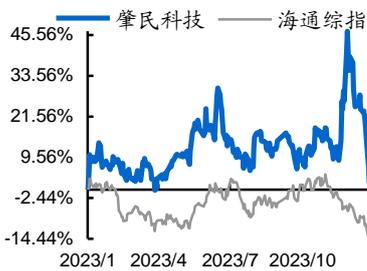
精密注塑厂商，新能源车应用迅速拓宽

股票数据

01 月 26 日收盘价(元)	17.51
52 周股价波动(元)	15.00-34.79
总股本/流通 A 股(百万股)	173/69
总市值/流通市值(百万元)	3026/1210

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-22.2	-0.2	2.1
相对涨幅 (%)	-22.5	5.6	7.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师:刘一鸣
Tel:(021)23154145
Email:lym15114@haitong.com
证书:S0850522120003
分析师:房乔华
Tel:(021)23185699
Email:fqh12888@haitong.com
证书:S0850522030001

投资要点:

- 肇民科技是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。公司的产品聚焦于乘用车、商用车、新能源车、高端厨卫家电、储能等领域，为客户提供具有高安全性、重要功能性的核心零部件，具有较高附加值。**
- 新能源车产品应用迅速拓宽。**根据肇民科技 2023 年中报，公司的热管理模块、电子水泵、电子油泵、电子水阀、电池冷却模组部件等产品的产销量较快增长，储能热管理系统部件已获得头部客户定点。
- 肇民科技汽车领域产品主要为汽车功能结构件，门槛较高。**公司产品的应用领域有“以塑代钢”、“以塑代铜”的性能需求，主要以 PA、PPS、PEEK 等工程塑料或特种工程塑料为原材料，加工难度较大。公司多种汽车零件产品中有应用 PEEK 材料。
- 公司汽车领域主要客户包括: 康明斯、莱顿、日本特殊陶业、石通瑞吉、皮尔博格、舍弗勒、奥托立夫、三花智控、华域麦格纳、东风富士汤姆森、吉利、马勒、采埃孚、盖茨、哈金森、慕贝尔、均胜电子、飞龙股份、银轮股份、日立汽车等。
- 肇民科技持续开发能力较强，产品品种不断丰富，客户认可度高。**针对工艺难题，公司均能够积极响应并快速解决。受益于较强的持续开发能力，公司能够不断获取新产品订单，进而使得公司产品品类不断丰富，客户粘性和认可度不断提高，精密注塑件产品逐渐形成了“小批量、多品种”的特点。
- 肇民科技在汽车行业的战略为:**在精密功能注塑件领域成为主流一供的核心供应商;在新能源车市场，专注于热管理模块和三电系统的精密零部件的开发，快速提升单车价值量，进一步提高市场占有率;寻找合适市场机会，直接配套主机厂。公司位于湖南湘潭的新生产基地一期工程已完工并投入生产。
- 我们认为，肇民科技后续盈利能力有望随着公司规模的逐渐增长而释放。我们预计 2023/24/25 年公司营收分别为 6.1/8.3/10.4 亿元，归母净利润分别为 0.95/1.3/1.7 亿元，EPS 分别为 0.55/0.76/0.99 元。对应 2024 年 1 月 26 日收盘价，PE 分别为 32/23/18 倍。参考可比公司，给予公司 2024 年 28-30 倍 PE，合理价值区间 21.41-22.94 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 下游整车销量不及预期，原材料价格大幅上涨。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	584	535	614	829	1037
(+/-)YoY(%)	18.0%	-8.5%	14.9%	35.0%	25.1%
净利润(百万元)	116	94	95	132	171
(+/-)YoY(%)	11.4%	-19.0%	0.8%	39.1%	29.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	0.55	0.55	0.76	0.99
毛利率(%)	34.1%	31.1%	31.2%	31.4%	31.5%
净资产收益率(%)	10.5%	8.4%	8.3%	10.4%	11.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

营收及毛利拆分:

汽车部件业务: 我们预计肇民科技汽车部件 2023/24/25 年取得营收 4.52/6.56/8.52 亿元, 同比增长 20%/45%/30%。原因: 新能源车行业仍将有一定的增长; 肇民科技原有业务体量不大, 但已经与三花智控等全球知名汽车零部件企业开始配套, 我们预计公司未来 2 年相关营收增长较快。我们预计该业务毛利率维持 31.6% 不变。

精密模具业务: 与汽车部件相关度较高。公司取得客户提供的精密注塑件产品需求后, 首先完成精密注塑模具开发, 而后根据销售订单并组织采购、生产, 完成精密注塑件产品交付。因此我们预计肇民科技精密模具业务 2023/24/25 年取得营收 0.26/0.37/0.48 亿元, 同比增速同样为 20%/45%/30%。我们预计该业务毛利率维持 38.8% 不变。

家用电器零部件业务: 预计该业务变化不大, 营收维持 1.11 亿元, 毛利率维持 31.4%。

表 1 公司分业务盈利预测 (百万元)

营收(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
汽车部件	377	452	656	852
精密模具	21	26	37	48
家用电器零部件	111	111	111	111
精密注塑件-其他	5	5	5	5
其他业务	21	21	21	21
合计	535	614	829	1037
成本(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
汽车部件	258	309	448	583
精密模具	13	16	23	30
家用电器零部件	76	76	76	76
精密注塑件-其他	3	3	3	3
其他业务	18	18	18	18
合计	368	423	569	710
毛利(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
汽车部件	119	143	207	269
精密模具	8	10	14	19
家用电器零部件	35	35	35	35
精密注塑件-其他	1	1	1	1
其他业务	3	3	3	3
合计	166	192	260	327
毛利率	2022	2023E	2024E	2025E
汽车部件	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%
精密模具	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%
家用电器零部件	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
精密注塑件-其他	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%
其他业务	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
合计	31.1%	31.2%	31.4%	31.5%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值比较

可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
星源卓镁	42.01	0.18	1.05	1.47	1.98	82	40	28	21
浙江荣泰	23.00	0.01	0.57	0.76	0.92	345	40	30	25
平均						214	40	29	23

资料来源: Wind 一致性预测 (收盘价日期为 2024 年 1 月 26 日), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	535	614	829	1037
每股收益	0.55	0.55	0.76	0.99	营业成本	368	423	569	710
每股净资产	11.64	6.58	7.35	8.34	毛利率%	31.1%	31.2%	31.4%	31.5%
每股经营现金流	0.97	0.39	0.38	0.65	营业税金及附加	3	3	4	5
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	7	11	14	17
P/E	32.12	31.86	22.90	17.68	营业费用率%	1.4%	1.8%	1.7%	1.6%
P/B	1.50	2.66	2.38	2.10	管理费用	45	53	68	81
P/S	3.14	4.93	3.65	2.92	管理费用率%	8.3%	8.6%	8.2%	7.8%
EV/EBITDA	20.62	20.84	15.15	11.63	EBIT	87	109	154	200
股息率%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	-2	-1	-1
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.1%
毛利率	31.1%	31.2%	31.4%	31.5%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	17.6%	15.5%	15.9%	16.5%	投资收益	13	12	17	21
净资产收益率	8.4%	8.3%	10.4%	11.9%	营业利润	104	112	155	201
资产回报率	7.4%	7.2%	8.8%	10.0%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	7.0%	8.1%	10.2%	11.7%	利润总额	104	112	155	201
盈利增长 (%)					EBITDA	113	140	194	249
营业收入增长率	-8.5%	14.9%	35.0%	25.1%	所得税	10	17	23	30
EBIT 增长率	-30.3%	25.3%	41.1%	29.9%	有效所得税率%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-19.0%	0.8%	39.1%	29.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	94	95	132	171
资产负债率	12.5%	13.2%	15.1%	16.1%					
流动比率	7.42	6.36	5.37	5.02	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	5.56	4.54	3.74	3.51	货币资金	239	113	96	139
现金比率	1.65	0.71	0.45	0.53	应收账款及应收票据	203	222	299	374
经营效率指标					存货	134	153	205	256
应收账款周转天数	107.39	101.24	95.74	98.98	其它流动资产	499	522	534	546
存货周转天数	115.30	122.24	113.29	117.06	流动资产合计	1075	1010	1135	1316
总资产周转率	0.42	0.47	0.59	0.65	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.82	3.44	3.63	3.79	固定资产	154	203	253	294
					在建工程	0	40	50	50
					无形资产	7	7	7	7
					非流动资产合计	202	301	361	402
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1277	1311	1496	1718
净利润	94	95	132	171	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	102	100	134	168
非现金支出	26	31	40	49	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-16	-12	-17	-21	其它流动负债	43	59	77	95
营运资金变动	-11	-47	-90	-87	流动负债合计	145	159	211	262
经营活动现金流	93	67	66	113	长期借款	0	0	0	0
资产	-66	-120	-100	-90	其它长期负债	15	15	15	15
投资	127	0	0	0	非流动负债合计	15	15	15	15
其他	11	2	17	21	负债总计	160	173	226	277
投资活动现金流	72	-118	-83	-69	实收资本	96	173	173	173
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1118	1138	1270	1441
股权募资	0	2	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-84	-77	0	0	负债和所有者权益合计	1277	1311	1496	1718
融资活动现金流	-84	-76	0	0					
现金净流量	82	-126	-18	43					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘一鸣 汽车行业
房乔华 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中鼎股份,继峰股份,川环科技,伯特利,小鹏汽车-W,长城汽车,华域汽车,中国重汽,耐世特,欣锐科技,骏创科技,拓普集团,瑞鹤模具,华阳集团,阿尔特,德赛西威,华依科技,潍柴动力,保隆科技,理想汽车-W,科博达,中集车辆,多利科技,贝斯特,奥福环保,亚通精工,吉利汽车,比亚迪,骆驼股份,敏实集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。