仅供内部参考，请勿外传！

深耕汽车外饰业务多年，打开人形机器人新成长曲线

——模塑科技深度研究报告

模塑科技（000700. SZ）
汽车零部件

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 09 月 28 日

评级： 增持（首次）

分析师：谢校辉

执业证书编号：S0740522100003

Email：xiexh@zts.com.cn

分析师：何俊艺

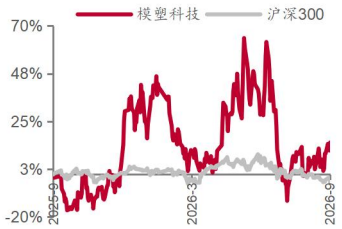
执业证书编号：S0740523020004

Email：hejy02@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	918.02
流通股本(百万股)	918.02
市价(元)	12.47
市值(百万元)	11,447.65
流通市值(百万元)	11,447.65

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	7,136	7,108	6,527	7,850	8,620
增长率 yoy%	-18%	0%	-8%	20%	10%
归母净利润（百万元）	626	483	523	718	829
增长率 yoy%	39%	-23%	8%	37%	15%
每股收益（元）	0.68	0.53	0.57	0.78	0.90
每股现金流量	1.31	0.92	0.51	0.95	1.07
净资产收益率	18%	13%	13%	16%	17%
P/E	18.3	23.7	21.9	15.9	13.8
P/B	3.3	3.0	2.9	2.6	2.3

备注：股价截止自 2026 年 09 月 24 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **公司概况：**深耕汽车外饰领域，积极拓展机器人新业务。 公司主营汽车保险杠等外饰系统及轻量化零部件，含参股公司年保险杠产能超 600 万套，在国内豪华车外饰细分市场排名领先。主要产品采用优良配方注塑件经高档漆表面涂装而成，核心能力覆盖模具开发、大型/精密注塑与表面喷涂。客户包括宝马、北京奔驰、上汽奥迪、上汽通用、上汽大众、沃尔沃等传统豪华及合资品牌，以及特斯拉、理想、比亚迪、赛力斯、蔚来、小鹏、极氪等新能源客户。2026 年上半年，公司依托大型注塑、模具开发、表面喷涂、轻量化材料应用等成熟制造能力，推进人形机器人外覆盖件业务，已获小批量采购订单，订单金额占营业收入比例不足 0.1%。同期公司实现营业收入 30.50 亿元，同比下降 10.27%；归母净利润 3.15 亿元，同比增长 7.39%；扣非归母净利润 3.06 亿元，同比增长 26.67%；综合毛利率约 20.52%。收入承压背景下扣非利润明显改善，盈利质量好于收入表象。
- **外饰主业：**公司基石业务，喷涂与模具构筑能力壁垒。 保险杠等大型外饰件工艺链包括注塑成型、多层涂装、焊接装配与检验。喷涂决定外观一致性、耐候性与返工成本，设备投资与环保门槛较高，是外饰赛道重要壁垒。公司年报披露，内外饰件喷涂工艺核心环节技术成熟，在喷涂细分领域具备技术领先优势，并持续提升精密模具、大型注塑、智能喷涂水平。2026H1“专用装备及模具”实现收入约 1.40 亿元，毛利率约 29.77%，显著高于塑化汽车装饰件约 21.07%的毛利率，体现模具及装备环节附加值。我们认为，600 万套级外饰配套能力，本质是模具—注塑—喷涂—总装全流程在高生产节奏、高外观一致性约束下的制造能力刻度，构成机器人外覆盖件迁移的产业底座。
- **墨西哥业务：**特斯拉等北美客户长期配套，属地产能前置布局。 公司 2015 年起布局墨西哥名华，开启由产品出口向产能输出的全球化。2019 年墨西哥工厂具备大批量生产条件，并获得北美知名电动车企外饰件项目定点；公司年报长期将特斯拉列为定点厂商。2021 年公司处置经营不利的美国名华，整合资源集中运营墨西哥工厂。2025 年年报披露墨西哥名华拥有约 32 台注塑机（约 200T 至 4000T），覆盖 2K 注塑、发泡、中小型零件高光等工艺，并具备完备模具车间及模具工程变更内部实施能力。2025 年 7 月，墨西哥名华再次获得北美知名电动车企外饰件项目定点，按客户规划预计 2026 年 1 月开始量产，生命周期 5 年，预计总销售量约 36.6 万套、预计总销售额约 12.36 亿元人民币（定点意向不代表最终采购数量，具体以订单结算为准）。2026H1 公司国外收入约 9.40 亿元，毛利率约 25.80%，高于国内约 18.17%。我们认为，墨西哥工厂体现公司对北美主机厂本地化交付、工程变更、成本年降与产能爬坡节奏的综合配套能力；属地重资产布局将产能与工艺能力前置，既构成海外利润池，也为后续机器人相关塑件的产线复用与切换提供物理基础。
- **人形机器人外覆盖件：**模具与表面处理能力跨域迁移，打开第二成长曲线。 公司 2026

仅供内部参考，请勿外传！

年半年度报告披露，报告期内依托汽车外饰件领域沉淀的大型注塑、模具开发、表面喷涂、轻量化材料应用等成熟制造能力，实现技术跨域迁移，推进人形机器人外覆盖件业务；与多家人形机器人整机厂商开展技术对接、样品开发与送样验证，复用现有注塑喷涂产线开展小批量试制。年报亦提出提升精密模具、大型注塑、智能喷涂水平，加快机器人外覆盖件由小批量向规模化突破。我们从能力角度拆分两条主线：一是以沈阳道达等为主体的模具开发与工程变更能力，有助于缩短产品迭代与量产导入周期；二是表面处理能力，“会喷”保障导入期外观一致性与质量门槛，高光注塑、模内相关工艺及彩色注塑等方向则为中长期少喷/免喷降本提供技术储备。需强调的是，现阶段订单金额占营收不足 0.1%，对当期业绩影响极小。

- 盈利预测与投资建议：我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 65.27、78.50、86.20 亿元，同比-8.2%、+20.3%、+9.8%；归母净利润为 5.23、7.18、8.29 亿元，同比+8.4%、+37.2%、+15.4%；对应 EPS 为 0.57、0.78、0.90 元。按 2026 年 9 月 24 日收盘价 12.47 元计算，对应 PE 分别为 22、16、14 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：下游需求与客户集中风险；海外经营、汇兑与政策风险；人形机器人业务进展不及预期风险；工艺导入与产能切换风险；参股公司投资收益波动风险；非核心业务波动风险；行业竞争加剧风险；信息更新不及时风险。

仅供内部参考，请勿外传！

投资主题

报告亮点

① 以“外饰主业 + 墨西哥属地化产能”为利润池、以“人形机器人外覆盖件”为第二成长曲线，把两条看似独立的主线统一到同一套可迁移制造能力（模具开发、大型/精密注塑、表面处理）上；② 提出“通缩协同”框架，用以刻画公司在主机厂持续年降压力下维持盈利的运营能力，避免把海外经营简化为一次性订单获取。

投资逻辑

公司是国内领先的汽车外饰件供应商，年保险杠产能超 600 万套。主业盈利来自两条腿：国内豪华车与新能源客户配套，以及墨西哥属地化工厂服务北美客户，其中海外毛利率显著高于国内，构成利润安全垫。外饰件的核心壁垒在于模具开发与表面处理：喷涂决定外观一致性、耐候性与返工成本，设备投资与环保门槛高；模具精度与工程变更能力决定项目导入与改款响应速度。2026 年半年度报告披露，公司已把上述能力跨域迁移至人形机器人外覆盖件，复用现有注塑喷涂产线开展小批量试制并已获小批量订单。因此报告主线为：主业现金流与海外利润池提供估值安全垫 ➞ 模具/注塑/喷涂资产可复用 ➞ 机器人外覆盖件在客户产品定型与材料认证推进下打开第二成长曲线；同时明确切换节奏取决于客户定型、硬模开制与合格率，而非厂房设备空置。

关键假设、估值与盈利预测

关键假设：①汽车装饰件（含专用装备及模具）2026 年收入下滑约 10%至 59.2 亿元、毛利率 20.5%，2027-2028 年企稳回升 3%、5%，毛利率约 21%；②医疗收入年增 22%、15%、12%，毛利率逐步转正；③其他业务收入年增 2%、毛利率约 25%；④销售费用率约 1.0%，管理费用率由 8.0%降至 2028 年约 6.3%，研发费用率约 3.3%；参股公司投资收益 2.10、2.15、2.20 亿元，实际所得税率 10%、11.5%、13%。估值方法：选取拓普集团、新泉股份、富维股份、宁波华翔四家可比公司，采用相对估值（PE）。盈利预测与结论：预计 2026-2028 年营业收入为 65.27、78.50、86.20 亿元，同比-8.2%、+20.3%、+9.8%；归母净利润为 5.23、7.18、8.29 亿元，同比+8.4%、+37.2%、+15.4%；对应 EPS 为 0.57、0.78、0.90 元。按 2026 年 9 月 24 日收盘价 12.47 元计算，对应 PE 分别为 22、16、14 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1、公司概况：深耕汽车外饰领域，积极拓展机器人新业务 5
1.1 发展历程 5
1.2 主营业务 5
1.3 财务表现 6
1.4 股权结构与子公司布局 7
2、外饰主业：公司基石业务，喷涂与模具构筑能力壁垒 7
2.1 外饰行业工艺特征与壁垒 7
2.2 公司产品、客户与竞争优势 8
3、墨西哥业务：北美属地配套，产能前置与通缩协同 8
3.1 出海背景与客户结构 8
3.2 产能、工艺资产与经营结果 9
3.3 新定点与投资含义 9
4、人形机器人外覆盖件：模具+表面处理打开第二成长曲线 10
4.1 产业逻辑与公司披露进展 10
4.2 模具能力：专司开模的子公司体系 10
4.3 表面处理与少喷/免喷路径 11
4.4 墨西哥产线复用与切换弹性 12
5、盈利预测与估值 12
5.1 核心假设与盈利预测 12
5.2 投资建议与估值 12
6、风险提示 13

图表目录

图表 1： 公司发展历史沿革 5
图表 2： 公司主营业务结构 6
图表 3： 2026H1 分业务收入与毛利率 6
图表 4： 营业收入与归母净利润 7
图表 5： 主要子公司经营情况（公开披露） 7
图表 6： 外饰产品示意 8
图表 7： 墨西哥业务关键节点 9
图表 8： 墨西哥名华产能与工艺资产（公司披露） 9
图表 9： 汽车外饰能力向机器人外覆盖件的复用关系 10
图表 10： 公司模具相关主体与能力分布（公司公开披露） 11
图表 11： 分业务盈利预测假设（百万元） 12
图表 12： 可比公司估值比较 13
图表 13： 财务预测摘要（百万元） 13

仅供内部参考，请勿外传！

1、公司概况：深耕汽车外饰领域，积极拓展机器人新业务

1.1 发展历程

- **公司深耕汽车外饰三十余年。**1988 年前后进入上汽大众桑塔纳保险杠配套体系，奠定大型外饰量产基础；1997 年于深交所上市；2003-2008 年推进上海名辰、武汉名杰、沈阳名华等生产基地建设，并参与设立北汽模塑，形成“上市公司体系工厂+参股平台”的产能网络；2006 年起进入宝马供应链。2015-2016 年设立墨西哥名华，开启全球化产能布局；2019 年墨西哥工厂具备大批量生产条件并获得北美知名电动车企外饰件定点；2021 年出售美国名华，集中资源运营墨西哥工厂。2025 年末至 2026 年，公司披露人形机器人外覆盖件小批量订单，业务边界由汽车外饰延伸至人形机器人轻量化部件。

图表 1：公司发展历史沿革



资料来源：公司公告、定期报告，中泰证券研究所

1.2 主营业务

- **公司主要从事汽车保险杠等零部件、塑料制品、模具及模塑相关产品的开发、生产和销售。**汽车业务以塑化汽车装饰件为主体，产品覆盖前后保险杠、门槛、翼子板、格栅、塑料尾门、防擦条等，并延伸至内外饰电镀件及发光格栅、AGS 等创新智能部件。生产模式以订单式生产为主，针对已量产产品与客户签订框架性销售合同，按客户分解的生产计划组织交付，并在整车厂总装线附近合理储备库存。
- **除装饰件外，公司报表列示专用装备及模具业务；**同时布局医疗（明慈医院等）、铸件、材料及其他、资产出租等板块。2025 年以来，公司将汽车外饰制造能力向人形机器人外覆盖件迁移，尚处小批量导入阶段。

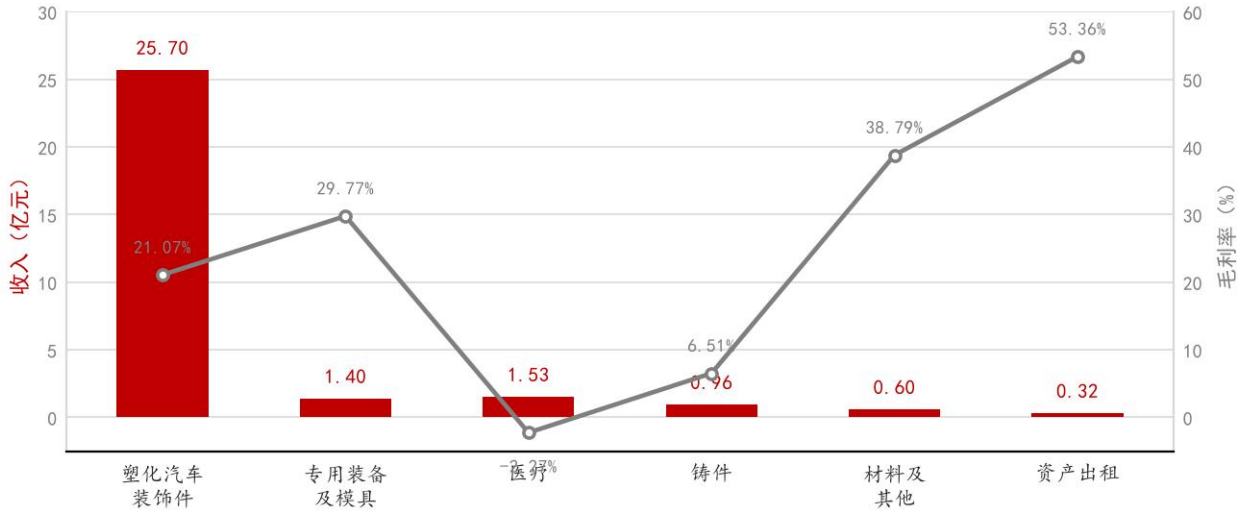
仅供内部参考，请勿外传！

图表 2：公司主营业务结构

塑化汽车装饰件	保险杠等外饰总成、智能外饰件	收入基本盘
专用装备及模具	模具开发、专用装备	高附加值能力环节
海外墨西哥配套	北美电动车企及宝马等属地供货	利润贡献与全球化支点
人形机器人外覆盖件	注塑、喷涂类外覆盖件等	第二成长曲线（导入期）
医疗及其他	明慈医院、铸件、材料、出租等	非核心

资料来源：公司定期报告，中泰证券研究所

图表 3：2026H1 分业务收入与毛利率



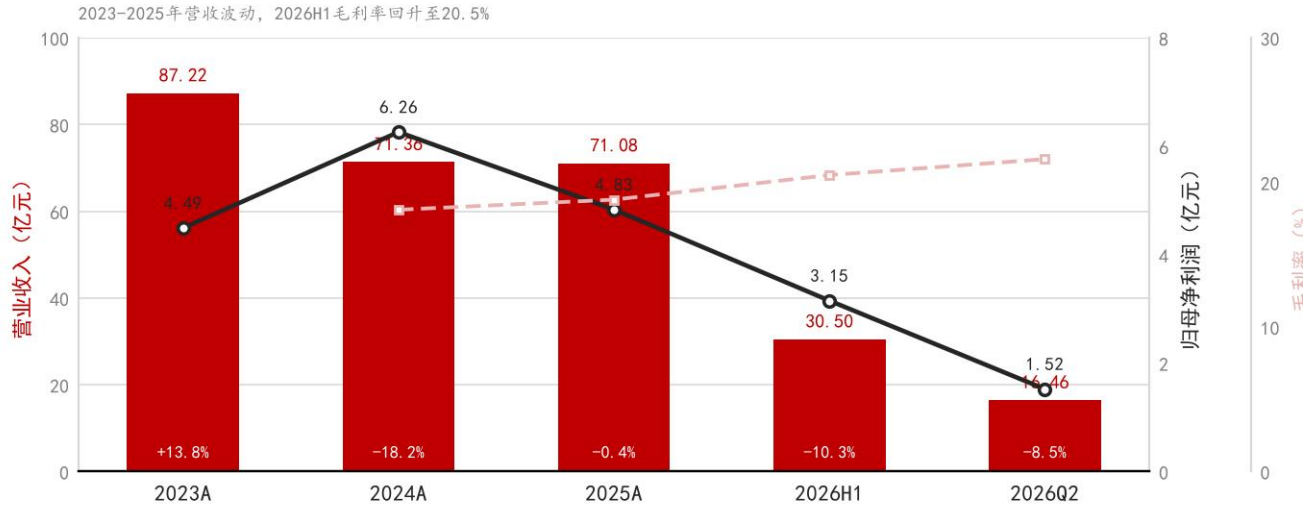
资料来源：公司 2026 年半年度报告，中泰证券研究所

1.3 财务表现

- **2023-2025 年，公司营业收入分别为 87.22、71.36、71.08 亿元；归母净利润分别为 4.49、6.26、4.83 亿元。**2024 年收入同比下降、利润上升，与海外经营改善及汇兑等因素相关；2025 年收入基本持平、归母净利润同比下降 22.9%，公司披露主要受墨西哥名华汇兑由收益转为损失及开始全面缴税影响。
- **2026H1，公司营业收入 30.50 亿元，同比下降 10.27%；归母净利润 3.15 亿元，同比增长 7.39%；扣非归母净利润 3.06 亿元，同比增长 26.67%。**其中 2026Q2 单季营业收入 16.46 亿元（同比-8.54%），归母净利润 1.52 亿元（同比+5.15%），扣非归母净利润 1.57 亿元（同比+49.39%），单季毛利率 21.58%。2026H1 经营活动产生的现金流量净额约 3.50 亿元，同比增长约 48%；资产负债率约 42.6%，财务结构较历史高杠杆阶段明显改善。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 4：营业收入与归母净利润



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **分地区看，**2026H1 国内收入 21.10 亿元、毛利率 18.17%，收入占比约 69.2%；国外收入 9.40 亿元、毛利率 25.80%，收入占比约 30.8%，**毛利率较国内高约 7.6 个百分点。**海外属地化产能以约三成收入贡献了更高的盈利水平，是公司利润结构中的关键变量。

1.4 股权结构与子公司布局

- **公司控股股东为江阴模塑集团，具体持股比例 30.00%。**经营上形成“上市公司并表工厂+参股北汽模塑”的双层网络：并表端覆盖无锡、上海、沈阳、武汉、烟台、墨西哥等生产基地；参股端北汽模塑持股 49%，按权益法核算，主要服务华北及中西部主机厂集群。

图表 5：主要子公司经营情况（公开披露）

主体	定位	经营要点
沈阳名华	豪华车企配套	2025 年销售收入 13.66 亿元，净利润 1.54 亿元
墨西哥名华	北美电动车企及宝马等	2025 年销售收入 16.59 亿元，净利润 0.82 亿元；2024 年净利润约 3.63 亿元
上海名辰	货物技术进出口	2025 年销售收入约 13.93 亿元，同比增长 11.08%
北汽模塑（参股 49%）	奔驰、赛力斯等	规模较大的参股平台，权益法计入投资收益
沈阳道达（孙公司）	市场拓展+产品研发	2023 年开发 202 副模具；江阴道达 100%持股；服务宝马/奔驰/通用等
江阴道达	道达体系母公司	全资子公司；饰件/电镀；与沈阳道达区域协同

资料来源：公司 2023/2025 年年度报告、担保公告，中泰证券研究所

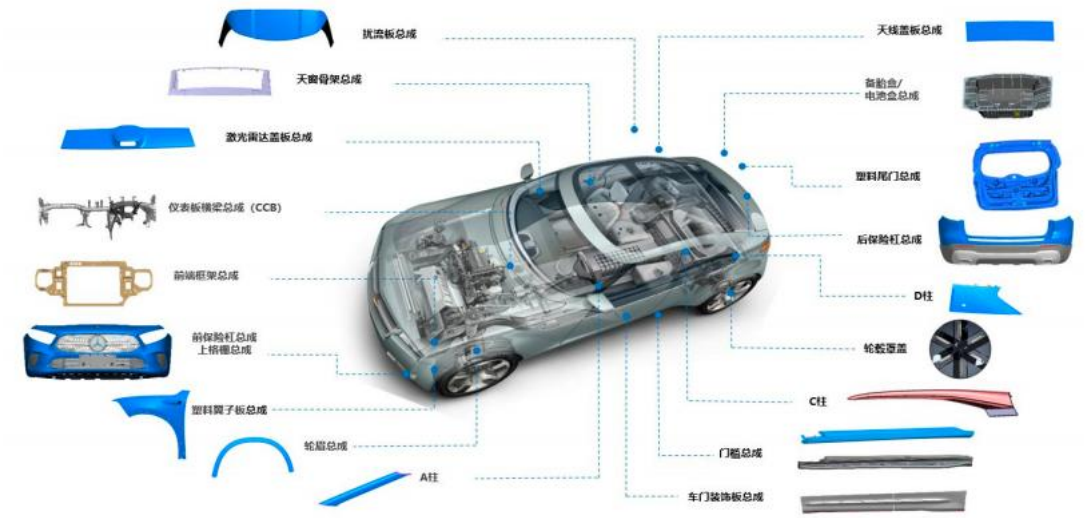
2、外饰主业：公司基石业务，喷涂与模具构筑能力壁垒

2.1 外饰行业工艺特征与壁垒

- **汽车外饰件（以保险杠为代表）具有外观件与结构功能件双重属性，**工艺链条较长：同步开发与定点后，需完成模具开发、大型注塑成型、表面涂装（含脱脂、助粘、面漆、清漆及烘烤等工序）、焊接装配与检验。注塑环节对模具温度、熔体温度及翘曲控制要求高；涂装环节对色差、桔皮、附着力及耐候性敏感，设备投资大、环保合规要求高、合格率波动对成本影响显著。
- **公司可转债“墨西哥塑化汽车饰件建设项目”历史披露显示，**项目总投资约 6.56 亿元，其中设备投资中喷涂相关投入占比较高，外饰制造呈现典型重资产特征。模具精度与工程变更能力则决定项目导入速度与改款响应效率。小批量验证阶段可采用软模，规模化量产通常依赖高精度硬模，并通过模具摊销降低单件成本。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 6：外饰产品示意



资料来源：公司年报，中泰证券研究所

2.2 公司产品、客户与竞争优势

- **公司主要产品为中高档乘用车用保险杠、防擦条、门槛、轮眉等汽车装饰件，采用优良配方注塑制品以高档漆表面涂装而成。**年报披露，公司内外饰件喷涂工艺核心环节技术成熟，在喷涂细分领域具备技术领先优势；核心生产基地配备智能化生产线和工业机器人，通过智能制造提升生产精度与效率。公司年汽车保险杠生产能力超 600 万套（含参股公司），在国内豪华车外饰件细分市场排名领先。
- **客户结构方面，**传统合作客户包括宝马、北京奔驰、上汽奥迪、上汽通用、上汽大众、奇瑞捷豹路虎、沃尔沃、北京现代、神龙汽车、长安、长城、吉利等；新能源合作客户包括北美知名电动车企、理想、比亚迪、赛力斯、蔚来、小鹏、极氪、智己、飞凡、岚图等。2025 年公司前五大客户合计销售额占年度销售总额比例超过 60%，客户以产销量较大、品牌力较强的中高端车企为主。2025 年新能源汽车相关业务收入约 24.5 亿元，同比增长 13.43%，占营业收入比重约 34.47%，客户结构由传统豪华品牌向“豪华品牌+新能源品牌”双轮驱动演进。
- **生产布局上，**公司在无锡、上海、沈阳、武汉、烟台、墨西哥等地设有生产基地，参股公司北汽模塑在北京、合肥、重庆、成都、株洲等地设有生产基地，符合外饰件就近配套、降低物流成本并提高响应速度的行业规律。
- 综合来看，公司竞争优势可概括为：①豪华车与新能源客户双轮结构；②注塑—喷涂—总装全流程交付能力；③模具开发与工程变更能力；④海外属地化工厂运营能力。上述能力共同构成外饰主业壁垒，并为机器人外覆盖件业务提供可迁移的制造底座。

3、墨西哥业务：北美属地配套，产能前置与通缩协同

3.1 出海背景与客户结构

- **公司紧跟汽车零部件发展趋势，在稳步发展国内业务的同时积极开拓海外市场，由产品出口转变为产能输出。**2015 年设立墨西哥名华，是国内较早完成北美外饰属地布局的企业之一。出海后，公司逐步配套宝马、通用、大众、沃尔沃及北美知名电动车企等客户。公司年报将北美知名电动车企特斯拉列为定点厂商，墨西哥工厂是服务北美客户的重要支点。
- **2021 年，公司完成对美国名华的资产处置，集中资源支持墨西哥名华业务发展与经营效率提升。**此后墨西哥工厂盈利能力明显改善：2024 年墨西哥名华净利润约 3.63 亿元；2025 年实现销售收入 16.59 亿元、营业利润 1.14 亿元、净利润 0.82 亿元。2025 年净利润同比下降，公司披露主要原因包括：①美元与墨西哥比索汇率变动导致汇兑损失约 0.82 亿元（上年同期为汇兑

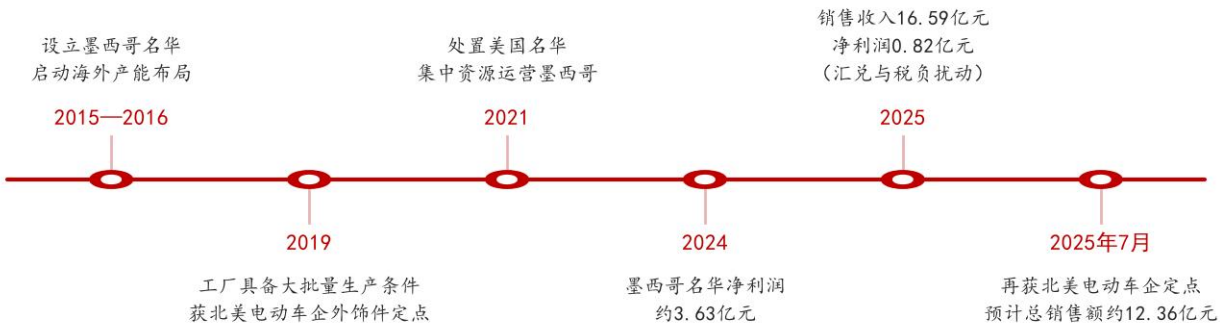
仅供内部参考，请勿外传！

收益约 1.63 亿元）；②开始全面缴税，所得税费用约 0.32 亿元，较上年增加约 0.23 亿元。同时，2025 年 4 月美国决定对墨西哥出口美国整车加征关税、三季度相关法案落地取消电动车销售补贴等外部因素，对墨西哥名华经营形成阶段性冲击。面对不利因素，公司披露墨西哥名华采取人力成本控制、组织重构、流程再造等降本增效措施，保障运营结果。

- **对北美头部电动车企而言，外饰配套需同时满足本地化交付、工程变更速度、成本年降、产能爬坡与质量一致性。**公司在墨西哥完成从投入期到规模化运营的完整周期，体现的是在主机厂持续成本压力下的经营协同能力，而非一次性订单获取能力。我们将把这种主机厂持续年降压力下维持盈利的运营能力概括为“通缩协同”：在客户推动单车成本曲线下移的约束下，通过利用率提升、精益生产、自动化替代与工艺优化维持合理利润。

3.2 产能、工艺资产与经营结果

图表 7：墨西哥业务关键节点



资料来源：公司公告、定期报告，中泰证券研究所

图表 8：墨西哥名华产能与工艺资产（公司披露）

项目	披露口径
注塑设备	约 32 台注塑机，吨位约 200T 至 4000T
特殊工艺	2K 注塑、Baby-plast、物理/化学发泡、小到中型零件高光技术等
模具能力	完备模具车间设备设施，具备模具工程变更内部实施能力
管理方向	面对用工成本上升与新材料要求，生产制造过程策划中增加自动化、数字化技术迭代人工
2024 年利润	净利润约 3.63 亿元
2025 年收入/利润	销售收入 16.59 亿元，净利润 0.82 亿元

资料来源：公司 2023 年、2025 年年度报告，中泰证券研究所

- **公司可转债墨西哥塑化汽车饰件建设项目历史披露的投资结构表明，外饰工厂资本开支中喷涂设备占比高，属典型重资产投入。**这意味着：其一，后来者复制同类工厂需要较长建设周期与较高资本门槛；其二，一旦建成，产能具有“前置”属性——在订单爬坡前完成工艺与资产布局，随后通过利用率提升摊薄固定成本。2026H1 公司整体国外业务毛利率约 25.80%，高于国内，显示属地工厂在成本与产品结构上的盈利优势。

3.3 新定点与投资含义

- **2025 年 7 月 2 日，公司公告全资子公司墨西哥名华获得北美知名电动车企外饰件产品项目定点。**根据客户规划，项目预计 2026 年 1 月开始量产，生命周期 5 年，预计总销售量 36.6 万套，预计总销售额 12.36 亿元人民币。公司同时提示：定点意向并不反映客户最终实际采购数量，预计总金额存在不确定性，具体以订单结算金额为准；实际销售受汽车产量、宏观形势等因素影响。

仅供内部参考，请勿外传！

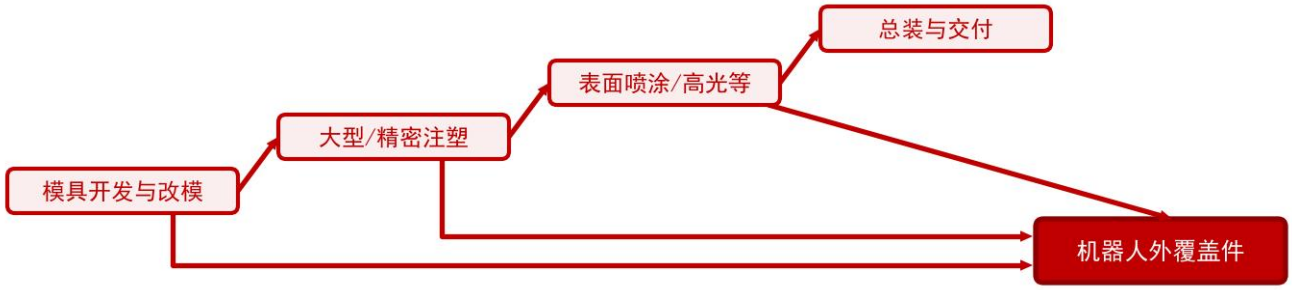
- **投资含义上，**墨西哥业务同时服务两条主线：① 主业利润池：北美客户定点与属地交付能力，支撑海外收入与毛利中枢；② 第二曲线物理基础：已建成的注塑、喷涂与模具资产，为机器人外覆盖件“复用现有注塑喷涂产线”提供条件。
- **我们提示，**汇兑、关税政策及核心客户排产波动，仍是墨西哥利润波动的主要来源，需在盈利预测中保留安全边际。

4、人形机器人外覆盖件：模具+表面处理打开第二成长曲线

4.1 产业逻辑与公司披露进展

- **人形机器人外覆盖件与部分结构件在量产阶段对轻量化、外观一致性、一体化成型及单件成本提出系统性要求。注塑工艺可将复杂外形与部分连接结构一次成型，减少装配环节，更符合大规模制造对效率与成本的约束。表面处理方面，传统多层喷涂能够保障高外观质量，但设备投资大、单件喷涂耗时较长；高光注塑、模内装饰、彩色注塑等少喷/免喷路径，则是产业讨论中的中长期降本方向。**
- **公司 2026 年半年度报告披露：**报告期内，公司依托汽车外饰件领域沉淀的大型注塑、模具开发、表面喷涂、轻量化材料应用等成熟制造能力，实现技术跨域迁移，推进人形机器人外覆盖件业务；与多家人形机器人整机厂商开展技术对接、样品开发与送样验证，复用现有注塑喷涂产线开展小批量试制，并针对精度、轻量化、外观一致性持续优化。现阶段仅获得外覆盖件小批量采购订单，订单金额占营业收入比例不足 0.1%，对当期业绩影响极小。公司年报亦提出，提升精密模具、大型注塑、智能喷涂水平，加快机器人外覆盖件由小批量向规模化突破。

图表 9：汽车外饰能力向机器人外覆盖件的复用关系



资料来源：公司 2026 年半年度报告整理，中泰证券研究所

4.2 模具能力：专司开模的子公司体系

- **精密注塑成型的上游关键在于模具。公司主营业务范围明确包括模具的开发与生产；2026H1“专用装备及模具”收入约 1.40 亿元，毛利率约 29.77%，高于塑化装饰件约 21%的毛利率，显示模具/装备环节具备更高附加值属性。更重要的是，公司并非仅将模具能力“嵌”在总成工厂内部，而是形成了以沈阳道达等为载体、覆盖国内开模与海外改模维护的模具能力网络。**
- **（1）沈阳道达：**开模量大、客户覆盖广的模具与精密饰件平台

沈阳道达汽车饰件有限公司为公司全资孙公司（由全资子公司江阴道达汽车饰件有限公司 100%持股），注册资本 6,500 万元，经营范围覆盖汽车零部件及配件制造、技术研发以及注塑、喷涂等。公司 2023 年年度报告对其模具与开发能力披露较为充分：沈阳道达秉承“商务市场拓展+产品研发自主创新”双轮驱动，2023 年开发宝马项目 9 个、奔驰项目 5 个、通用项目 7 个、长城和福耀项目 2 个、捷豹路虎项目 3 个、沃尔沃项目 1 个，合计开发 202 副模具。同期新技术布局围绕轮毂盖、发光 B/C 柱、发光字牌、发光格栅等方向，并实现宝马发光格栅首款自主开发产品量产；与海拉车灯达成战略合作。经营层面，2023 年交付率、及时率 100%，顺利通过多次客户审

仅供内部参考，请勿外传！

核，并获多个新项目定点；在利用沈阳本部产能的同时，通过沈阳道达江阴分公司辐射长三角市场。财务上，截至 2024 年末沈阳道达资产总额约 6.87 亿元、净资产约 3.33 亿元，2024 年净利润约 2,678 万元（公司担保公告披露）。2023 年沈阳道达合计开发模具 202 副，项目覆盖宝马、奔驰、通用、捷豹路虎、沃尔沃等品牌。

- **（2）江阴道达：**道达体系母公司，电镀饰件与区域协同

江阴道达为公司全资子公司，注册资本 1 亿元，是沈阳道达的持股主体。公开信息显示其业务侧重汽车饰件销售及金属/塑料电镀等，并持续服务沃尔沃、通用、吉利等客户。道达体系形成“江阴—沈阳”双基地，有利于就近服务不同主机厂集群，并在模具、饰件、电镀等环节形成内部协同。

- **（3）上海名辰：**量产基地内嵌模具设计与钳工能力

上海名辰为公司重要并表生产基地。2023 年报披露，为响应主机厂开发需求及内部管理提升，上海名辰成立模具设计管理团队和钳工团队：模具管理在原有职责上提升设计职能，衔接主机厂及模具供应商的开发要求，减少反复评审带来的时间浪费；钳工团队保障新项目移模到量产质量稳定，并对量产模具日常维护、客户端工程变更及时响应。该模式体现“总成工厂+模具工程”一体化，降低对外协模厂的依赖。

- **（4）墨西哥名华：**海外模具车间与工程变更内部化

墨西哥名华年报披露拥有完备模具车间设备设施，具备模具工程变更内部实施能力，并与 32 台注塑机、2K/发泡/高光等工艺形成闭环。对北美客户而言，属地改模、试模与工程变更速度直接影响车型爬坡；对机器人外覆盖件而言，北美若需本地化交付，海外模具车间是产线复用的配套条件之一。

图表 10：公司模具相关主体与能力分布（公司公开披露）



资料来源：公司 2022-2025 年年度报告、为全资子（孙）公司提供担保的公告，中泰证券研究所

- 对机器人外覆盖件而言，产品迭代快、改款频繁，软模验证到硬模量产的切换节奏决定供应商份额。公司以沈阳道达等专司开模与精密饰件的子公司为支点，叠加总成工厂模具团队与墨西哥属地改模能力，形成“国内开模制造 + 海外组装维护/变更”的协同交付特征。具备内部开模与改模能力的制造企业，更有望在 0-1 导入与 SOP 前阶段建立粘性。需要指出，报表中模具相关收入体量仍小于装饰件，其投资价值更多体现在能力定价权与客户绑定深度，而非短期利润贡献；若机器人放量带动开模与改模量上升，专用装备及模具板块具备弹性，但需以订单落地验证。

4.3 表面处理与少喷/免喷路径

- **公司产品明确以注塑件高档漆涂装为特征，喷涂是外饰质量与成本的核心工序之一。**年报指出，公司内外饰件喷涂工艺核心环节技术成熟，在喷涂细分领域具备技术领先优势，并围绕智能喷涂、工艺升级持续投入。2026H1

仅供内部参考，请勿外传！

机器人小批量试制“复用现有注塑喷涂产线”，表明当前导入路径仍以成熟汽车级喷涂体系为主，“会喷”构成交付与质量门槛。

- **与此同时，公司在墨西哥等地已具备中小型零件高光等特殊注塑工艺储备；产业层面，高光注塑、模内装饰、彩色注塑等技术路线被用于减少部分喷涂工序、缩短单件加工时间并降低单件成本。我们将公司表面处理能力概括为双路径：① 导入期：会喷，保障外观一致性、耐候性与客户认可；② 放量期：少喷/免喷探索，在通缩约束下提升经济性。**
- **双路径并存，**使公司相对于“仅注塑、无表面处理”或“仅喷涂代工、缺模具与成型一体化”的供应商，具备更完整的方案能力。

4.4 墨西哥产线复用与切换弹性

- **公司中报已明确机器人小批量阶段复用现有注塑喷涂产线，**这意味着第二曲线并非从零建设全新制造体系，而是优先复用汽车外饰已沉淀的资产与工艺。墨西哥工厂作为北美属地制造平台，拥有注塑机群、喷涂能力与模具车间，在车端产能利用率未完全饱和的阶段，具备向机器人外观件及部分结构件切换的物理空间。
- **我们强调边界：① 切换进度取决于客户产品定型、材料认证、硬模开制与合格率，而非仅取决于厂房或设备空置；② 机器人业务当前收入占比极低，对短期业绩影响有限，主业仍按外饰龙头基本面定价。**

5、盈利预测与估值

5.1 核心假设与盈利预测

- ① **汽车装饰件（含专用装备及模具，年报行业口径）：**2026H1 收入同比-12.2%、毛利率同比**+1.7pct**；预计 2026 年收入约 **59 亿元**（-9.8%）、下半年降幅收窄，毛利率 **20.5%**；**2027-2028 年收入企稳回升 9.5%/10%，毛利率维持 21%**左右。
- ② **医疗：2026H1 收入同比+29.1%、毛利率-2.3%（同比+15.2pct），减亏趋势明确。**假设 2026-2028 年收入增长 22%、15%、12%，毛利率-2%、+2%、+5%，逐步转正。
- ③ **其他：（铸件、房产租售、材料等）体量稳定，假设收入年增 2%、毛利率 25%左右。**
- ④ **期间费用率、投资收益与税率：销售费用率维持 1.0%左右；管理费用率由 8.0%随收入扩张摊薄至 2028 年约 6.3%；研发费用率 3.3%左右并小幅回落。**北汽模塑等参股公司投资收益假设为 2.1、2.2、2.2 亿元；实际所得税率 10%、11.5%、13%。
- ⑤ 基于上述假设，我们对公司未来盈利进行测算，预计 2026－2028 年营业收入分别为 **65.27**、**78.50**、**86.20** 亿元，归母净利润分别为 **5.23**、**7.18**、**8.29** 亿元。

图表 11：分业务盈利预测假设（百万元）

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
汽车装饰件（含模具）	6,581	5,937	7,207	7,928
医疗	261	319	367	411
其他（铸件/房产/材料）	266	271	276	282
营业总收入	**7,108**	**6,527**	**7,850**	**8,620**
YoY	-0.4%	-8.2%	+20.3%	+9.8%
归母净利润	**483**	**523**	**718**	**829**
YoY	-22.9%	+8.4%	+37.2%	+15.4%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所预测注：分部为年报行业口径，专用装备及模具并入汽车装饰件。

5.2 投资建议与估值

仅供内部参考，请勿外传！

- 我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 65.27、78.50、86.20 亿元，同比-8.2%、+20.3%、+9.8%；归母净利润为 5.23、7.18、8.29 亿元，同比+8.4%、+37.2%、+15.4%；对应 EPS 为 0.57、0.78、0.90 元。按 2026 年 9 月 24 日收盘价 12.47 元计算，对应 PE 分别为 22、16、14 倍。
- **可比公司选取拓普集团、新泉股份、富维股份、宁波华翔四家汽车零部件标的。**考虑到：①外饰主业盈利修复叠加墨西哥海外高毛利、北汽模塑投资收益构成安全垫；②模具与表面处理能力向人形机器人外覆盖件迁移，公司已获小批量采购订单并成立机器人事业部，第二成长曲线打开利润弹性。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 12：可比公司估值比较

公司	代码	2026/9/24	EPS					PE				
		股价	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
拓普集团	601689.SH	46.44	1.73	1.60	1.75	2.15	2.59	26.9	29.0	26.6	21.6	17.9
新泉股份	603179.SH	41.29	1.33	1.11	1.43	1.84	2.29	31.1	37.2	28.9	22.4	18.0
富维股份	600742.SH	7.79	0.68	0.63	0.69	0.72	0.76	11.4	12.4	11.3	10.8	10.3
宁波华翔	002048.SZ	18.36	1.17	0.51	1.78	2.06	2.41	15.6	35.7	10.3	8.9	7.6
平均								21.3	28.6	19.3	15.9	13.5
模塑科技	**000700.SZ**	**12.47**	**0.68**	**0.53**	**0.57**	**0.78**	**0.90**	**18.3**	**23.7**	**21.9**	**15.9**	**13.8**

资料来源：Wind 一致预期（可比公司 2026-2028E，其中富维股份为单家机构预测），中泰证券研究所预测（模塑科技）；股价为 2026 年 9 月 24 日收盘价；历史 EPS 按最新股本全面摊薄；平均不含模塑科技。

图表 13：财务预测摘要（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,136	7,108	6,527	7,850	8,620
营业成本	5,845	5,771	5,248	6,216	6,865
归母净利润	626	483	523	718	829
EPS（元）	0.68	0.53	0.57	0.78	0.90
毛利率	18.1%	18.8%	19.6%	20.8%	20.4%
P/E（倍）	16.3	21.2	21.9	15.9	13.8

资料来源：公司公告，中泰证券研究所预测完整资产负债表、现金流量表及财务比率详见研究所底稿。

6、风险提示

- **下游需求与客户集中风险。** 公司客户以整车厂为主，前五大客户占比高。若汽车产销不及预期，或宝马、奔驰、特斯拉等核心客户份额与排产波动，可能影响公司收入与利润。
- **海外经营、汇兑与政策风险。** 墨西哥名华利润对汇率及税负敏感；关税政策、补贴调整及地缘政治变化可能影响北美配套节奏与盈利水平。
- **人形机器人业务进展不及预期风险。** 外覆盖件仍处小批量阶段，产品定型、认证、量产节奏及客户采购规模存在不确定性，可能低于预期。
- **工艺导入与产能切换风险。** 模具硬模量产、喷涂及少喷/免喷工艺合格率、墨西哥及国内产线在车端与机器人端之间的切换效率，均可能影响第二曲线兑现进度。
- **参股公司投资收益波动风险。** 北汽模塑等权益法核算主体经营波动，将影响公司投资收益与归母净利润稳定性。
- **非核心业务波动风险。** 医疗等业务可能持续承压，对整体利润形成拖累。
- **行业竞争加剧风险。** 外饰及机器人相关塑件领域竞争加剧，可能导致价格与份额压力。

仅供内部参考，请勿外传！

- **信息更新不及时风险。** 本报告基于已公开披露信息；若后续定期报告、临时公告对定点、产能、财务数据作出更新，相关结论可能需要调整。

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,171	989	1,192	1,461
应收票据	67	61	74	81
应收账款	1,264	1,298	1,490	1,596
预付账款	205	187	221	244
存货	728	715	803	869
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	581	564	601	623
流动资产合计	4,016	3,814	4,381	4,874
其他长期投资	493	493	493	493
长期股权投资	572	572	572	572
固定资产	2,283	2,109	2,112	2,264
在建工程	65	85	155	175
无形资产	160	155	148	147
其他非流动资产	324	328	333	336
非流动资产合计	3,897	3,742	3,813	3,987
资产合计	**7,913**	7,555	8,194	8,861
短期借款	1,223	800	650	550
应付票据	28	151	142	137
应付账款	1,950	1,747	2,060	2,274
预收款项	1	0	1	1
合同负债	56	52	62	68
其他应付款	12	12	12	12
一年内到期的非流动负债	64	64	64	64
其他流动负债	582	561	594	592
流动负债合计	3,916	3,388	3,585	3,698
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	148	148	148	148
非流动负债合计	148	148	148	148
负债合计	**4,063**	3,535	3,732	3,846
归属母公司所有者权益	3,835	4,005	4,447	5,000
少数股东权益	15	15	15	15
所有者权益合计	**3,850**	4,020	4,462	5,015
负债和股东权益	**7,913**	7,555	8,194	8,861

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**846**	**470**	**869**	**984**
现金收益	983	933	1,102	1,214
存货影响	142	14	-88	-66
经营性应收影响	-121	41	-184	-67
经营性应付影响	-50	-80	303	210
其他影响	-108	-438	-264	-307
投资活动现金流	**-145**	-8	-203	-301
资本支出	-302	-213	-413	-518
股权投资	-28	0	0	0
其他长期资产变化	185	205	210	217
融资活动现金流	**-1,140**	-644	-463	-414
借款增加	-910	-423	-150	-100
股利及利息支付	-254	-335	-385	-465
股东融资	3	0	0	0
其他影响	21	114	72	151

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**7,108**	6,527	7,850	8,620
营业成本	5,771	5,248	6,216	6,865
税金及附加	52	47	57	63
销售费用	75	65	79	78
管理费用	569	522	589	543
研发费用	228	215	251	259
财务费用	121	37	38	38
信用减值损失	-3	-10	-20	-30
资产减值损失	-52	-50	-55	-70
公允价值变动收益	26	0	0	0
投资收益	207	210	215	220
其他收益	50	55	60	66
营业利润	**534**	596	821	962
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	3	15	10	10
利润总额	**532**	581	811	952
所得税	51	58	93	123
净利润	**481**	523	718	829
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	**483**	523	718	829
NOPLAT	591	557	751	862
EPS（摊薄）	0.53	0.57	0.78	0.90

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-0.4%	-8.2%	20.3%	9.8%
EBIT 增长率	18.5%	-5.4%	37.3%	16.7%
归母公司净利润增长率	-22.9%	8.4%	37.2%	15.4%
获利能力				
毛利率	18.8%	19.6%	20.8%	20.4%
净利率	6.8%	8.0%	9.1%	9.6%
ROE	12.5%	13.0%	16.1%	16.5%
ROIC	17.1%	17.7%	22.2%	23.1%
偿债能力				
资产负债率	51.3%	46.8%	45.5%	43.4%
债务权益比	37.3%	25.2%	19.3%	15.2%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转天数	65	71	64	64
应付账款周转天数	120	127	110	114
存货周转天数	50	49	44	44
每股指标（元）				
每股收益	0.53	0.57	0.78	0.90
每股经营现金流	0.92	0.51	0.95	1.07
每股净资产	4.18	4.36	4.84	5.45
估值比率				
P/E	24	22	16	14
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	26	27	22	20

来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。