

评级：买入（维持）

市场价格：35.65元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

Email: liuxc03@zts.com.cn

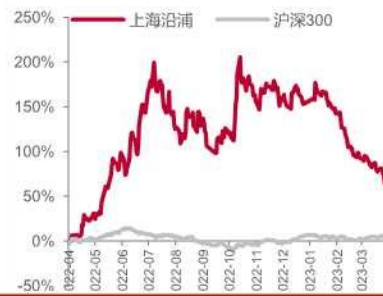
分析师：毛奕玄

执业证书编号：S0740523020003

Email: maoyx@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	80
流通股本(百万股)	42
市价(元)	35.65
市值(百万元)	2,852
流通市值(百万元)	1,487

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	827	1,122	1,818	2,640	3,248
增长率 yoy%	4%	36%	62%	45%	23%
净利润(百万元)	70	46	120	220	301
增长率 yoy%	-13%	-35%	162%	84%	37%
每股收益(元)	0.88	0.57	1.50	2.75	3.76
每股现金流量	1.25	0.63	2.89	2.81	4.46
净资产收益率	7%	4%	10%	15%	17%
P/E	40.5	62.3	23.8	13.0	9.5
P/B	2.8	2.5	2.3	2.0	1.7

备注：数据截止 2023/4/28

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年报&2023 一季报，2022 年公司实现营收 11.2 亿元，同比+35.7%，归母净利润 0.46 亿元，同比-35.1%。2023 年一季度公司实现营收 2.8 亿元，同比+18.5%，归母净利润 0.11 亿元，同比-4.4%，扣非后归母净利润 0.1 亿元，同比+4.7%。**
- **22Q4 收入好于预期，但盈利短期承压。**22Q4 收入 3.77 亿元，同比+40.5%，环比+31.4%，预计是新能源客户座椅骨架项目投产放量带动。22Q4 毛利率 6.9%，环比-7pct，预计是新项目仍处于爬坡阶段以及新产能前期投入加大致盈利短期承压，公司在手订单充沛，预计随着新项目投产爬坡盈利有望修复。
- **23Q1 毛利率恢复明显，新能源大客户放量在即。**23Q1 收入 2.8 亿元，同比+18.5%，环比-25.7%，环比下降预计是新能源客户需求不及预期。23Q1 毛利率 13.2%，环比+6.3pct，环比修复明显，预计随着新能源大客户放量带动产能利用率回升毛利率有望继续改善。
- **座椅骨架格局重塑，第三方供应商应时崛起。**公司是深度战略合作东风李尔系的本土汽车座椅骨架龙头，工艺技术成熟、量产经验丰富，是国内少数具有生产前后排座椅骨架总成能力的供应商。前排座椅骨架市场过去主要由外资头部座椅 tier1 供应商自制，因此座椅总成与前排骨架市场基本被同一批外资头部企业垄断。电动智能时代车型迭代速度加快车企对零部件企业响应要求大幅提升，固有的配套关系被打破，座椅 tier 1 考虑到成本及响应效率逐步外放骨架总成，公司有望凭借强响应以及丰富的工艺、模具、量产经验优势抢占市场份额。
- **座椅骨架量价齐升与横向拓品类齐驱，业绩将迎爆发。**价：公司 2018-2020 年主要配套后排座椅总成，ASP 为 335-341 元，2021 年以来公司斩获包括赛力斯、长城、比亚迪在内的多个全套座椅总成订单，单车价值提升至 1000-3000 元。量：2021 年至今公司公告累计获得座椅骨架订单 94.2~101.2 亿元，包括华为问界/比亚迪/岚图/小鹏/长城等，是公司 21 年收入的 12 倍，公司业绩有望迎来爆发。公司冲压类与注塑类新品如铁路集装箱物料、门锁零部件、新能源电池包、铜排等持续突破客户，注入成长新动能。
- **盈利预测和投资建议：**座椅骨架量价齐升，新能源客户接连突破，同时冲压品类与注塑品类持续开拓强化成长潜力，考虑整车竞争加剧，核心客户存在一定不确定性，下修 23-24 年利润至 1.2、2.2 亿元（前值为 1.7、2.4 亿元），新增 2025 年利润预测 3 亿元，23-25 年增速依次为 162%、84%、37%，对应当前 PE 24X、13X、9X，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：新能源车需求不及预期、客户拓展不及预期、钢材价格高位运行等**

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	229	273	264	260	营业收入	1,122	1,818	2,640	3,248
应收票据	120	194	282	347	营业成本	974	1,523	2,151	2,598
应收账款	558	693	986	1,204	税金及附加	7	11	16	19
预付账款	2	3	4	5	销售费用	3	5	8	10
存货	179	256	361	436	管理费用	67	95	135	162
合同资产	0	0	0	0	研发费用	43	62	79	101
其他流动资产	158	195	237	269	财务费用	2	4	9	11
流动资产合计	1,246	1,613	2,134	2,520	信用减值损失	3	0	-2	-2
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	-2	0	0	0
长期股权投资	38	38	38	38	公允价值变动收益	3	3	3	3
固定资产	325	585	722	813	投资收益	-1	0	0	0
在建工程	116	76	76	76	其他收益	11	10	8	8
无形资产	49	46	44	42	营业利润	42	131	251	355
其他非流动资产	391	445	490	536	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	920	1,191	1,372	1,506	营业外支出	0	1	1	1
资产合计	2,166	2,804	3,506	4,026	利润总额	42	130	250	354
短期借款	1	182	275	223	所得税	-4	10	30	53
应付票据	2	2	3	4	净利润	46	120	220	301
应付账款	517	808	1,142	1,379	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	46	120	220	301
合同负债	7	11	16	19	NOPLAT	48	123	228	311
其他应付款	6	6	6	6	EPS (摊薄)	0.57	1.50	2.75	3.76
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18					
其他流动负债	114	170	236	283					
流动负债合计	664	1,198	1,696	1,931					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	317	317	317	317					
其他非流动负债	53	53	53	53					
非流动负债合计	370	370	370	370					
负债合计	1,033	1,568	2,066	2,301					
归属母公司所有者权益	1,127	1,231	1,435	1,720					
少数股东权益	5	5	5	5					
所有者权益合计	1,132	1,236	1,440	1,726					
负债和股东权益	2,166	2,804	3,506	4,026					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	50	232	225	357
现金收益	137	205	353	462
存货影响	-50	-77	-105	-75
经营性应收影响	-318	-210	-382	-284
经营性应付影响	223	292	334	238
其他影响	58	22	26	16
投资活动现金流	-439	-350	-302	-281
资本支出	-246	-299	-259	-238
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-194	-51	-43	-43
融资活动现金流	346	162	68	-80
借款增加	316	182	93	-53
股利及利息支付	-9	-52	-93	-122
股东融资	0	0	0	0
其他影响	39	32	68	95

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	35.7%	62.0%	45.2%	23.0%
EBIT 增长率	-41.2%	205.6%	93.3%	41.1%
归母公司净利润增长率	-35.1%	161.9%	83.7%	36.8%
获利能力				
毛利率	13.2%	16.2%	18.5%	20.0%
净利率	4.1%	6.6%	8.3%	9.3%
ROE	4.0%	9.7%	15.3%	17.4%
ROIC	3.7%	9.2%	14.8%	18.4%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	47.7%	55.9%
债务权益比	34.3%	46.1%	46.1%	35.4%
流动比率	1.9	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.6	1.1	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.8
应收账款周转天数	144	124	114	121
应付账款周转天数	150	157	163	175
存货周转天数	57	51	52	55
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	1.50	2.75	3.76
每股经营现金流	0.63	2.90	2.81	4.46
每股净资产	14.09	15.39	17.94	21.50
估值比率				
P/E	62	24	13	9
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	118	73	41	30

来源: wind, 中泰证券研究所

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。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、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。