

评级：买入（维持）

市场价格：33.95 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

基本状况

总股本(百万股)	2,610
流通股本(百万股)	2,003
市价(元)	33.95
市值(百万元)	88,601
流通市值(百万元)	68,002

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)	23,603	28,099	31,715	37,226	43,522
增长率 yoy%	19%	19%	13%	17%	17%
净利润(百万元)	3,146	4,756	4,869	5,588	6,717
增长率 yoy%	21%	51%	2%	15%	20%
每股收益(元)	1.21	1.82	1.87	2.14	2.57
每股现金流量	2.18	2.26	2.33	2.60	3.05
净资产收益率	12%	16%	15%	15%	15%
P/E	28.2	18.6	18.2	15.9	13.2
P/B	3.4	3.1	2.7	2.3	2.0

备注：数据截至 2023 年 4 月 30 日

投资要点

- **事件：公司发布 2023 年一季报，2023Q1 公司实现营收 70.5 亿元，同比+7.7%；归母净利润 9.2 亿元，同比+5.0%。**
- **收入：汽玻量价齐升，增速大幅跑赢行业。**2023Q1 公司收入 70.5 亿元，同比增长 7.7%，国内汽车销量/全球汽车销量同比增速分别-6.7%、2.3%，公司收入大幅好于行业，主要是全景天幕、HUD 等高附加值产品占比持续提升，拉动 ASP 同比提升 10.4%。
- **盈利：毛利率同比下降但环比提升，还原汇兑、纯碱、运费、能源影响，利润总额同比+2.8%。**2023Q1 毛利率 33.2%，同比-2.55 个百分点，其中能源涨价成本增加 8876.9 万元，影响毛利率同比-1.26pct；纯碱涨价成本增加 1502.96 万元，影响毛利率同比-0.2pct；但海运费降价成本减少 1.01 亿元，影响毛利率同比+1.43pct。还原纯碱、运费、能源对毛利率的影响基本抵消，**同比下降预计是产能利用率同比下降、国内外业务结构有关，但环比 22Q4 毛利率提升 0.35pct。**还原汇兑、纯碱、运费、能源影响，23Q1 公司利润总额同比+2.8%。
- **ASP、新业务、份额三箭齐发，从周期到成长再出发。**我们持续看好 Hud+天幕渗透率加速下公司汽车玻璃 Asp 的提升，格局进一步优化下公司海外市场份额的提升，以及铝饰条业务有望迎来反转步入收获期。
 - 1) **产品升级与 ASP 提升：**全景天幕为电动车标配，ASP 至少是汽玻的 1 倍以上且竞争格局好于传统汽玻，同时天幕向镀膜隔热天幕-调光天幕-氛围灯天幕等继续升级。汽玻升级多点开花，HUD 渗透率加速提升带动前挡玻璃 ASP 翻番，双层边窗在电动车上的应用逐步普及。
 - 2) **铝饰条业务拐点已至即将开启放量周期：**SAM OEM 订单投产在即，国内福清、长春工厂投产逐步爬坡。
 - 3) **海外份额仍有空间：**疫情 3 年行业格局进一步优化下公司海外市场份额仍有提升空间。
- **盈利预测：**预计 23-25 年公司收入依次为 317.2、372.3、435.2 亿元，同比增速依次为 13%、17%、17%，归母净利润依次为 48.7、55.9、67.2 亿元，同比增速分别为 2%、15%、20%，对应当前 PE 18X、16X、13X，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**经济复苏不及预期、汽车需求不及预期、SAM 整合不及预期、高附加值产品放量不及预期、美国工厂盈利不及预期等

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	17,020	16,688	21,111	27,523	营业收入	28,099	31,715	37,226	43,522
应收票据	204	142	218	225	营业成本	18,535	20,766	24,425	28,716
应收账款	5,258	5,861	6,922	8,068	税金及附加	225	254	298	348
预付账款	236	296	330	399	销售费用	1,351	1,427	1,601	1,828
存货	5,403	5,986	7,080	8,301	管理费用	2,143	2,379	2,717	3,047
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,249	1,332	1,563	1,654
其他流动资产	1,557	1,786	2,078	2,438	财务费用	-1,011	42	262	242
流动资产合计	29,678	30,758	37,739	46,954	信用减值损失	-4	0	0	0
其他长期投资	316	357	419	490	资产减值损失	-140	0	0	0
长期股权投资	250	239	245	242	公允价值变动收益	-2	0	0	0
固定资产	14,446	16,915	17,983	17,670	投资收益	-8	70	70	70
在建工程	3,133	4,907	4,325	3,860	其他收益	215	200	200	200
无形资产	1,245	1,199	1,158	1,120	营业利润	5,661	5,785	6,630	7,957
其他非流动资产	1,698	1,900	2,061	2,190	营业外收入	81	100	100	100
非流动资产合计	21,090	25,518	26,192	25,573	营业外支出	163	160	160	160
资产合计	50,767	56,276	63,931	72,527	利润总额	5,579	5,725	6,570	7,897
短期借款	6,077	6,001	6,039	6,020	所得税	826	859	986	1,184
应付票据	2,128	2,385	2,805	3,297	净利润	4,753	4,866	5,584	6,713
应付账款	2,025	2,269	2,669	3,138	少数股东损益	-3	-3	-3	-4
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	4,756	4,869	5,587	6,717
合同负债	932	1,051	1,234	1,443	NOPLAT	3,891	4,902	5,807	6,919
其他应付款	1,682	1,682	1,682	1,682	EPS (摊薄)	1.82	1.87	2.14	2.57
一年内到期的非流动负债	2,145	2,145	2,145	2,145					
其他流动负债	2,371	2,601	2,964	3,367					
流动负债合计	17,360	18,134	19,537	21,092					
长期借款	3,007	3,518	4,708	5,558					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,412	1,412	1,412	1,412					
非流动负债合计	4,419	4,930	6,119	6,970					
负债合计	21,779	23,064	25,656	28,062					
归属母公司所有者权益	29,003	33,229	38,295	44,490					
少数股东权益	-15	-18	-21	-25					
所有者权益合计	28,988	33,212	38,274	44,465					
负债和股东权益	50,767	56,276	63,931	72,527					

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	5,893	6,093	6,792	7,950
现金收益	5,964	6,873	8,111	9,320
存货影响	-1,076	-582	-1,094	-1,221
经营性应收影响	-969	-601	-1,172	-1,221
经营性应付影响	1,191	500	820	962
其他影响	783	-97	128	110
投资活动现金流	-7,656	-6,296	-2,812	-1,604
资本支出	-3,333	-6,161	-2,709	-1,550
股权投资	-21	11	-5	3
其他长期资产变化	-4,302	-146	-98	-57
融资活动现金流	-1,236	-129	443	67
借款增加	1,337	436	1,227	831
股利及利息支付	-2,908	-1,032	-1,161	-1,346
股东融资	0	0	0	0
其他影响	335	467	377	582

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	19.0%	12.9%	17.4%	16.9%
EBIT 增长率	1.4%	26.3%	18.5%	19.1%
归母公司净利润增长率	51.2%	2.4%	14.8%	20.2%
获利能力				
毛利率	34.0%	34.5%	34.4%	34.0%
净利率	16.9%	15.3%	15.0%	15.4%
ROE	16.4%	14.7%	14.6%	15.1%
ROIC	11.6%	13.0%	13.5%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	42.9%	41.0%
债务权益比	43.6%	39.4%	37.4%	34.0%
流动比率	1.7	1.7	1.9	2.2
速动比率	1.4	1.4	1.6	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	61	63	62	62
应付账款周转天数	34	37	36	36
存货周转天数	94	99	96	96
每股指标 (元)				
每股收益	1.82	1.87	2.14	2.57
每股经营现金流	2.26	2.33	2.60	3.05
每股净资产	11.11	12.73	14.67	17.05
估值比率				
P/E	19	18	16	13
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	30	26	22	19

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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。