

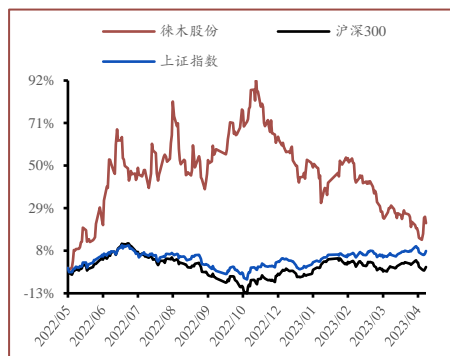
经营能力持续改善，股权激励彰显未来信心

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	11.60
流通股本(亿股)	3.28
每股净资产(元)	5.73
总股本(亿股)	3.28

最近 12 月市场表现



分析师 张益敏

SAC 证书编号: S0160522070002
zhangym02@ctsec.com

相关报告

- 《财通证券—徕木股份—603633—Q3 业绩持续增长,新基地产能爬坡顺利—20221027》 2022-10-30
- 《不惧疫情扰动,利润率显著改善》 2022-08-25
- 《深耕精密制造赛道,汽车连接器赋能成长》 2022-08-19

核心观点

- ❖ **事件:** 徕木股份发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现收入 9.31 亿元, YOY +35.75%; 归母净利润 0.68 亿元, YOY +43.22%; 毛利率 25.74%, 同比下降 0.54 pcts, 净利率 7.34%, 同比提升 0.38 pcts。2023 年一季度, 公司实现收入 2.33 亿元, YOY +14.37%; 归母净利润 0.20 亿, YOY +33.86%; 毛利率 27.39%, 同比提升 2.66 pcts, 净利率 8.62%, 同比提升 1.25 pcts。
- ❖ **经营稳中向好, 利润率同环比提升。** 2023Q1 公司实现营收 2.33 亿元, 同比+14.37%/环比-10.04%; 毛利率 27.39%, 同比+2.66 pcts/环比+2.12pcts, 净利率 8.62%, 同比+1.25 pcts/环比+4.85pcts。2022 年单 Q4 因疫情因素导致公司利润受到一定影响, 随着生产交付逐步恢复, 2023Q1 公司盈利能力得到改善。
- ❖ **汽车连接器品类齐全, 收入快速增长。** 拆分营收来看, 2022 年徕木汽车连接器业务收入 6.67 亿元, YOY +46.66%, 占比总营收 71.68%, 同比提升 5.33pcts; 手机连接器业务收入 2.04 亿元, YOY +22.87%, 占比总营收 21.89%, 同比下降 2.30pcts。公司在汽车连接器领域料号齐全, 产品全面覆盖新能源车、ADAS、智能网联等应用领域, 已实现对法雷奥、麦格纳、科世达、比亚迪、蜂巢电驱、汇川技术等国内外知名汽车零部件公司供货。我们认为汽车电动化为公司快速发展奠定基础, 而汽车智能化为公司未来成长动力, 随着公司在汽车电动化、智能化领域不断深耕, 以及江苏基地产能逐步爬坡, 有望进一步增厚公司业绩。
- ❖ **精密制造能力横向拓展, 开拓连接器第二增长曲线。** 2023 年公司计划开展光伏逆变器端多芯集成对插快锁通信模块连接器、屋顶光伏连接器、800G 光模块壳体产品、1500V 储能连接器、氢能源电池包测试台等新项目立项工作, 将精密连接器及结构件组件产品和技术应用拓宽到光伏、光通讯、储能、氢能源电池等领域。我们认为随着公司产品线逐渐丰富, 将形成新的利润增长点, 以此进一步增加公司盈利能力, 提升公司综合实力。
- ❖ **股权激励绑定核心员工利益, 助力公司中长期发展。** 4月29日, 公司发布 2022 年股票期权与限制性股票激励计划, 拟向 118 名董事、高管以及核心技术人员授予 328.32 万份股票期权, 合计占总股本的 1%。其中首次授予 262.66 万份股票期权, 占本次激励计划授予股票期权总额的 80%, 首次授予价格为 11.69 元/股。股票期权与限制性股票激励分别于授予日 12/24/36 个月后解锁, 解除限售比例分别为 30%/30%/40%, 解锁条件为以 2022 年营业收入为基数, 2023 年-2025 年各年度营业收入复合增长率均不低于 50%。预计 2023/2024/2025/2026 年摊销费用分别为 80.18/133.29/82.89/29.77 万元, 费用合计预计为 326.13 万元。本次股权激励彰显公司对未来发展的信心, 有利于调动核心团队积极性, 健全公司长效激励机制, 提升公司核心竞争力, 促进公司长远发展。

- ❖ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.33/2.15/3.24 亿元，对应 2023-2025 年 PE 值为 28.7/17.7/11.7 倍，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新产品销售不及预期；整车价格战风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	686	931	1459	2236	3438
收入增长率(%)	29.48	35.75	56.80	53.27	53.71
归母净利润(百万元)	48	68	133	215	324
净利润增长率(%)	11.29	43.22	94.20	62.17	50.74
EPS(元/股)	0.18	0.24	0.40	0.66	0.99
PE	88.33	60.71	28.69	17.69	11.74
ROE(%)	4.32	3.68	4.95	7.43	10.08
PB	3.79	2.57	1.42	1.32	1.18

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	685.54	930.62	1459.20	2236.48	3437.79	成长性					
减:营业成本	505.38	691.06	1072.49	1643.24	2532.07	营业收入增长率	29.5%	35.7%	56.8%	53.3%	53.7%
营业税费	4.04	5.92	9.28	14.22	21.86	营业利润增长率	3.9%	46.4%	99.8%	62.2%	50.7%
销售费用	17.21	23.57	34.04	55.91	92.82	净利润增长率	11.3%	43.2%	94.2%	62.2%	50.7%
管理费用	35.39	46.38	74.42	129.72	192.52	EBITDA 增长率	12.5%	19.3%	32.8%	22.5%	31.3%
研发费用	41.30	56.23	91.93	147.61	226.89	EBIT 增长率	5.3%	16.0%	93.8%	39.4%	51.3%
财务费用	32.63	21.73	37.15	17.80	28.29	NOPLAT 增长率	12.6%	14.8%	84.0%	39.4%	51.3%
资产减值损失	-0.62	-1.30	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	7.3%	53.2%	32.9%	6.5%	9.2%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	2.3%	68.2%	44.1%	8.0%	11.2%
投资和汇兑收益	0.28	0.44	0.29	0.00	0.00	利润率					
营业利润	50.45	73.83	147.49	239.18	360.53	毛利率	26.3%	25.7%	26.5%	26.5%	26.3%
加:营业外净收支	-0.65	-1.73	0.00	0.00	0.00	营业利润率	7.4%	7.9%	10.1%	10.7%	10.5%
利润总额	49.80	72.10	147.49	239.18	360.53	净利率	7.0%	7.3%	9.1%	9.6%	9.4%
减:所得税	2.07	3.75	14.75	23.92	36.05	EBITDA/营业收入	34.1%	30.0%	25.4%	20.3%	17.3%
净利润	47.72	68.35	132.74	215.26	324.47	EBIT/营业收入	12.0%	10.2%	12.6%	11.5%	11.3%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	71.52	488.08	2423.14	1373.61	2677.05	固定资产周转天数	391	358	249	147	84
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	303	306	-62	182	25
应收帐款	330.92	492.65	155.88	838.11	689.80	流动资产周转天数	488	648	642	533	415
应收票据	19.34	57.71	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	167	159	80	80	80
预付帐款	20.71	13.17	20.44	31.32	48.26	存货周转天数	297	271	65	65	65
存货	461.77	578.59	-191.30	784.69	129.67	总资产周转天数	969	923	813	646	480
其他流动资产	0.44	5.47	5.47	5.47	5.47	投资资本周转天数	868	979	830	577	410
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	4.3%	3.7%	5.0%	7.4%	10.1%
长期股权投资	2.08	2.51	2.51	2.51	2.51	ROA	2.5%	2.4%	3.6%	5.0%	6.7%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	4.8%	3.6%	5.0%	6.5%	9.1%
固定资产	735.14	912.03	995.03	898.28	793.33	费用率					
在建工程	109.60	168.91	0.00	0.00	0.00	销售费用率	2.5%	2.5%	2.3%	2.5%	2.7%
无形资产	27.22	26.20	26.20	26.20	26.20	管理费用率	5.2%	5.0%	5.1%	5.8%	5.6%
其他非流动资产	9.83	44.12	44.12	44.12	44.12	财务费用率	4.8%	2.3%	2.5%	0.8%	0.8%
资产总额	1891.81	2881.14	3709.10	4313.53	4851.76	三费/营业收入	12.4%	9.9%	10.0%	9.1%	9.1%
短期债务	490.37	581.46	581.46	581.46	581.46	偿债能力					
应付帐款	158.80	312.62	283.21	629.70	777.01	资产负债率	41.6%	35.5%	27.7%	32.9%	33.6%
应付票据	66.84	7.10	0.00	0.00	0.00	负权益比	71.1%	54.9%	38.4%	49.0%	50.7%
其他流动负债	0.03	0.06	0.06	0.06	0.06	流动比率	1.20	1.71	2.63	2.40	2.48
长期借款	0.00	26.50	26.50	26.50	26.50	速动比率	0.57	1.09	2.80	1.79	2.36
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	3.74	3.57	4.39	6.11	9.25
负债总额	786.15	1021.69	1028.92	1418.08	1631.84	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
股本	263.50	328.32	393.13	393.13	393.13	分红比率					
留存收益	546.50	620.18	752.92	968.18	1292.65	股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1105.66	1859.45	2680.19	2895.45	3219.92	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.18	0.24	0.40	0.66	0.99
净利润	47.72	68.35	132.74	215.26	324.47	BVPS(元)	4.20	5.66	8.16	8.82	9.81
加:折旧和摊销	151.64	183.64	185.91	196.76	206.95	PE(X)	88.3	60.7	28.7	17.7	11.7
资产减值准备	3.25	15.09	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.8	2.6	1.4	1.3	1.2
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	21.90	26.67	42.03	42.03	42.03	P/S	6.1	5.1	3.1	2.0	1.3
投资收益	-0.28	-0.44	-0.29	0.00	0.00	EV/EBITDA	19.9	17.7	5.5	6.8	3.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-107.71	-207.26	1028.40	-1361.55	874.02	PEG	7.8	1.4	0.3	0.3	0.2
经营活动产生现金流量	115.60	85.12	1388.79	-907.50	1447.46	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-150.97	-439.38	-99.71	-100.00	-102.00	REP					
融资活动产生现金流量	24.48	788.72	645.97	-42.03	-42.03						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。