

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022年04月23日

**市场数据**

目前股价	18.19
总市值（亿元）	60.35
流通市值（亿元）	44.88
总股本（万股）	33,175
流通股本（万股）	24,672
12个月最高/最低	37.48/18.19

**分析师**

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

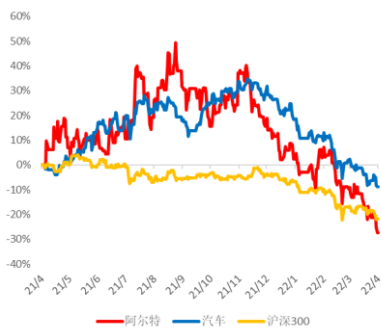
✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：王仕宏

S1070121080020

☎ 021-31829753

✉ wangshihong@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;新能源整车设计业务增势迅猛，Q2 利润同环比大幅提升&gt;&gt; 2021-08-27

&lt;&lt;新订单确认节奏加快，Q2 同比环比大幅提升&gt;&gt; 2021-08-03

&lt;&lt;本土汽车设计绝对龙头，显著受益于电动化，在手订单爆发式增长&gt;&gt; 2021-06-23

# 研发+制造双轮驱动，有望受益于行业红利持续增长

——阿尔特（300825）公司动态点评

**盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	821	1272	2036	3053	4275
(+/-%)	-7.3%	55.0%	60.0%	50.0%	40.0%
归母净利润（百万元）	111	205	432	604	807
(+/-%)	-14.9%	85.1%	110.2%	40.0%	33.6%
摊薄 EPS（元/股）	0.36	0.66	1.30	1.82	2.43
PE	51.0	27.4	14.0	10.0	7.5

资料来源：长城证券研究院

**核心观点**

- 事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年公司实现营收 12.72 亿元，同比+54.96%；归母净利润 2.05 亿元，同比+85.12%；扣非后归母净利润 1.9 亿元，同比+89.41%，其中 Q4 单季实现营收 4.25 亿元，同比+25.79%；归母净利润 0.64 亿元，同比+91.96%；扣非后归母净利润 0.5 亿元，同比+61.01%。
- 对此我们点评如下：**
- 收入端：21 年全年营收同比+55%，实现触底反弹。**公司 21 年全年实现营收 12.72 亿元，同比+55%，逆转 20 年营收下跌的态势实现触底反弹。其中，新能源汽车整车研发设计业务实现营收 10.1 亿元，同比+63.74%；燃油汽车整车研发设计业务实现营收 1.87 亿元，同比持平；零部件研发制造业务实现营收 0.64 亿元，同比+363.59%。公司主营整车研发业务量实现稳步提升，其中新能源汽车研发业务依然表现强劲：一方面，公司凭借研发与技术积累，在汽车平台化趋势下优势显现，已承接多个平台+整车研发项目；另一方面，在电动化、智能化、网联化趋势下，公司电子电气架构研发、智能化关键软硬件等核心模块深度研发业务逐步增长。在研发业务深度广度进一步拓展的基础上，公司核心零部件制造业务逐步落地，有望成为新的增长点。公司经营业绩持续向好，未来有望实现新的增长。
- 毛利率：21 年全年毛利率增长至 37.32%。**21 年公司毛利率为 37.32%，同比增加 3.64pct。我们认为毛利率的增长主要得益于业务结构的优化。毛利率较高的新能源整车研发设计业务营收占比与毛利率均实现提升，21 年公司新能源整车研发设计业务营收占比提升 4.26pct，毛利率提升 4.04pct。
- 利润端：21 年利润同比增长 85.1%，实现高速攀升。**21 年公司实现归母净利润 2.05 亿元，同比+85.1%；扣非后归母净利润 1.9 亿元，同比+89.4%。利润高速攀升主要得益于公司整车研发业务持续保持高速增长态势，业务

承接数量、完成项目质量的稳步增长，共同推动业绩实现较大幅度提升。其中，21Q4 实现归母净利润 0.64 亿元，同比+61.01%，延续了 Q1、Q2 净利润高增长的态势。

- **国内车市逐步回暖，公司有望受益于行业红利持续增长。** 中国车市 21 年表现强劲，结束三连降并开始回暖。我国新能源汽车产业已进入规模化快速发展的新阶段。车市回暖与新能源汽车产业的快速发展，推动汽车研发行业持续保持较高景气度。公司是国内独立第三方汽车设计及工程服务龙头，受益于行业红利，公司整车研发业务尤其是新能源汽车研发整车设计业务有望持续保持高速增长态势。
- **深度布局关键领域研发，巩固行业领先地位。** 公司通过内部研发孵化、内外部联合投资、战略合作等方式积极布局与公司主营业务相关的前沿技术与项目，已形成以整车全流程研发为核心，以核心模块深度研发设计为重点的研发业务布局。公司在掌握汽车研发系列核心技术的同时，前瞻布局汽车电动化、网联化、智能化、数字化等关键技术，重点开展模块化平台、电子电气架构等前沿技术深度研发，强化技术研发实力，巩固自身在整车研发行业中的领先地位。
- **研发+制造双轮驱动，业绩有望持续增长。** 公司在研发业务不断巩固的同时，制造业务也实现了新的增长，公司 21 年高端零部件制造业务营收同比+363.59%。零部件制造业务增长主要是因为公司优质的研发服务为制造业务实现优势导流，完成了零部件客户到整车设计开发客户的顺利转化。此外，公司已成为汽车生产企业核心零部件“Tier0.5”供应商，彰显了公司汽车零部件强大的产品竞争力，而先进的核心零部件制造优势也将反哺整车设计业务。研发制造优势互补，相互促进，共同驱动公司未来业绩增长。
- **投资建议：** 公司作为汽车设计领先企业，技术护城河深厚，品牌影响力强。我们认为随着公司新能源车企和车型客户的增加，再叠加高端零部件业务的持续增长，公司业绩有望迎来高增。据此，我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 20.36、30.53 和 42.75 亿元，归母净利润为 4.32 亿元、6.04 亿元、8.07 亿元，EPS 分别为 1.30 元、1.82 元、2.43 元，对应 PE 为 14 倍、10 倍、7.5 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 宏观经济波动风险、市场竞争风险、原材料价格大幅波动风险、技术创新、新产品开发的不确定性风险，新能源车销量不及预期风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	821.05	1272.28	2035.64	3053.47	4274.85	<b>成长性</b>					
营业成本	544.58	797.50	1282.46	1923.68	2693.16	营业收入增长	-7.3%	55.0%	60.0%	50.0%	40.0%
销售费用	33.67	31.96	50.89	76.34	106.87	营业成本增长	-8.0%	46.4%	60.8%	50.0%	40.0%
管理费用	76.84	93.21	142.50	213.74	299.24	营业利润增长	-13.1%	77.3%	114.1%	39.9%	32.5%
研发费用	31.95	122.71	101.78	183.21	299.24	利润总额增长	-12.7%	75.8%	115.4%	39.9%	32.5%
财务费用	1.27	15.54	10.62	19.32	33.86	归母净利润增长	-14.9%	85.1%	110.2%	40.0%	33.6%
其他收益	16.91	24.64	17.58	19.71	20.65	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	-23.97	12.08	1.81	-3.36	3.51	毛利率	33.7%	37.3%	37.0%	37.0%	37.0%
营业利润	121.42	215.22	460.88	644.68	854.25	销售净利率	14.8%	16.9%	22.6%	21.1%	20.0%
营业外收支	0.15	-1.50	-0.58	-0.64	-0.91	ROE	6.9%	8.0%	12.7%	15.1%	17.0%
利润总额	121.56	213.72	460.31	644.03	853.34	ROIC	72.0%	29.5%	76.7%	41.8%	41.4%
所得税	22.28	15.92	61.25	83.91	96.11	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-11.66	-7.57	-32.60	-44.31	-50.24	销售费用/营业收入	4.1%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
归母净利润	110.94	205.36	431.65	604.43	807.48	管理费用/营业收入	9.4%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	3.9%	9.6%	5.0%	6.0%	7.0%
					( 百万 )	财务费用/营业收入	0.2%	1.2%	0.5%	0.6%	0.8%
流动资产	1457.88	2212.83	2980.04	3069.55	3829.70	投资收益/营业利润	-19.7%	5.6%	0.4%	-0.5%	0.4%
货币资金	139.85	722.39	1351.89	1272.99	1294.71	所得税/利润总额	18.3%	7.5%	13.3%	13.0%	11.3%
应收票据及应收账款合计	189.31	214.92	558.35	712.92	852.40	应收账款周转率	4.25	6.32	5.94	5.34	5.84
其他应收款	23.23	24.53	23.88	24.20	24.04	存货周转率	2.59	4.05	3.22	3.24	3.46
存货	303.99	324.39	939.98	944.59	1527.28	流动资产周转率	0.62	0.69	0.78	1.01	1.24
非流动资产	647.74	1203.30	1315.11	1675.01	1878.93	总资产周转率	0.44	0.46	0.53	0.68	0.82
固定资产	176.36	187.76	342.28	513.09	685.41	<b>偿债能力</b>					
资产总计	2105.62	3416.14	4295.15	4744.56	5708.63	资产负债率	19.2%	19.8%	26.8%	21.9%	21.9%
流动负债	352.68	276.10	937.38	734.43	987.39	流动比率	4.13	8.01	3.18	4.18	3.88
短期借款	26.34	27.22	30.00	30.00	30.00	速动比率	3.27	6.84	2.18	2.89	2.33
应付款项	82.34	72.02	158.32	246.56	313.25	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
非流动负债	51.15	400.77	214.73	306.98	260.86	EPS	0.36	0.66	1.30	1.82	2.43
长期借款	20.92	1.54	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.44	7.59	8.90	10.72	13.16
负债合计	403.83	676.87	1152.11	1041.41	1248.25	每股经营现金流	0.18	0.55	0.56	0.86	1.23
股东权益	1701.79	2739.27	3143.04	3703.15	4460.38	每股经营现金/EPS	0.51	0.83	0.43	0.47	0.50
股本	305.66	331.75	331.75	331.75	331.75	<b>估值</b>					
留存收益	1172.50	2189.75	2621.40	3225.83	4033.30	PE	51.00	27.44	13.98	9.98	7.47
少数股东权益	230.05	222.48	189.88	145.57	95.33	PEG	0.65	0.49	0.28	0.13	0.13
负债和权益总计	2105.62	3416.14	4295.15	4744.56	5708.63	PB	4.10	2.40	2.04	1.70	1.38
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	EV/EBITDA	54.07	24.03	8.39	5.93	4.45
经营活动现金流	807.70	182.05	186.53	284.70	406.60	EV/SALES	9.36	5.74	2.19	1.44	1.02
其中营运资本减少	-67.36	-241.24	-281.72	-373.32	-475.72	EV/IC	10.63	13.71	3.23	2.30	1.62
投资活动现金流	-1757.00	-327.96	425.78	-333.36	-356.49	ROIC/WACC	1.81	2.63	6.82	3.72	3.68
其中资本支出	186.16	102.35	570.00	480.00	490.00	REP	5.87	5.22	0.47	0.62	0.44
融资活动现金流	438.89	725.31	17.18	-30.24	-28.39						
净现金总变化	-510.41	579.39	629.50	-78.90	21.72						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>