

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

常熟汽饰 (603035)

投资评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师
执业编号: S1500522060001
联系电话: 13816900611
邮箱: lujiamin@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

常熟汽饰 (603035) : 业绩表现稳健向上, 23 年有望进入新一轮成长期

2023 年 4 月 23 日

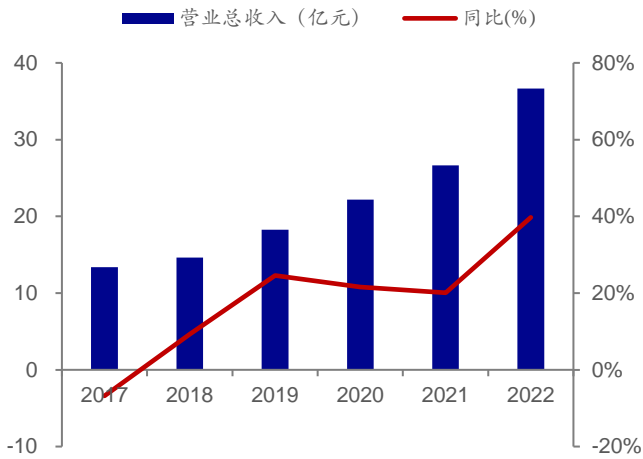
事件: 公司发布 2022 年年报, 公司 2022 年实现营收 36.7 亿元, 同比+39.7%; 实现归母净利润 5.1 亿元, 同比+21.8%; 实现扣非净利润 4.6 亿元, 同比+30.7%。

点评:

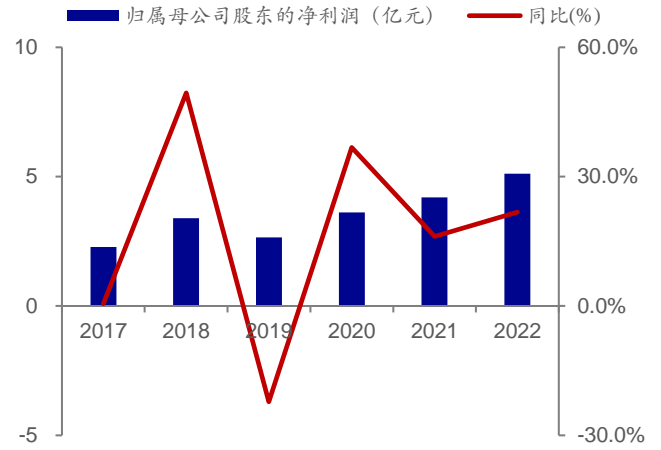
- **本部盈利水平、新能源项目占比持续提升, 造血能力不断增强。**公司 22Q4 实现营业收入 10.9 亿元, 同比+26.8%, 实现归母净利 1.4 亿元, 同比-0.3%, 环比-16.0%, 2022Q4 受到疫情影响利润环比略有下滑。公司本部利润占比持续提升, 22Q1/Q2/Q3/Q4 公司本部 (口径为净利润-投资收益) 分别实现净利润 0.5/0.7/1.0/0.8 亿元, 同比+60%/+97%/+352%/+34%, 2022 年本部利润占比达 61.1%, 同比提升 18.5pct, 已成为公司盈利贡献主体。本部占比提升的同时, 公司新能源项目占比持续提升至 31%, 同比+6.5pct, 新能源订单有望为公司后续业绩增长提供较强的确定性。
- **受产品年降及数字化工厂投入影响, 利润率小幅下滑。**2022 年公司毛利率 21.7%, 同比-2.4pct; 净利率 13.7%, 同比-1.7pct, 主要由于数字化工厂软硬件投入增加、职工平均工资上升以及部分老项目正常年降。我们认为, 公司盈利能力波动是阶段性短期现象, 随着余姚、上饶等新基地产能爬坡, 规模效应摊薄营业成本, 公司盈利能力有望稳步向上。
- **23 年新产能新项目放量, 新一轮成长期。**2023 年公司合肥、大连、肇庆三大新基地有望小批量投入生产, 助力公司大众安徽、奇瑞、小鹏、比亚迪等新项目顺利量产, 迎来新一轮新订单爬坡的成长期; 同时, 公司新产能位于新能源汽车产业生产制造集聚地, 有利于公司后续就近获客、节省运输成本, 提升公司长期竞争力。
- **研发优势加速转化订单落地, 智能化布局带来发展动能。**2015 年公司开始布局智能座舱研发, 国内方面, 2021-2022 年, 公司与华为在智能座舱业务合作持续深入展开, 截至 2022 年报, 已获集度、零跑、小米、比亚迪等新能源车企订单; 国外方面, 公司并表德国内饰设计公司 WAY, 开拓了江淮大众、英国路虎等外资品牌订单, 2023 年慕尼黑研发中心与国内研发中心有望基于在手订单进一步开展合作。我们认为, 公司在智能座舱研发优势逐步凸显, 有望逐渐成为获取自主、外资客户新订单的重要抓手, 以及智能化浪潮下新的发展引擎。
- **盈利预测与投资建议:** 随着公司本部盈利能力持续提升, 新能源配套项目占比不断提升, 智能座舱产品助力产品结构持续优化, 新设产能逐步释放, 公司整体盈利及估值水平有望双升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.44、7.58、9.92 亿元, 对应 EPS 分别为 1.70、2.00、2.61 元, 对应 PE 分别为 10 倍、9 倍和 7 倍。
- **风险因素:** 原材料价格波动、芯片供给短缺、疫情缓解不及预期、车市下行、新能源及海外业务拓展不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,623	3,666	4,678	5,847	6,948
增长率 YoY %	18.3%	39.7%	27.6%	25.0%	18.8%
归属母公司净利润 (百万元)	420	512	644	758	992
增长率 YoY%	16.2%	21.8%	25.9%	17.7%	30.8%
毛利率%	24.3%	21.7%	22.5%	22.5%	24.0%
净资产收益率 ROE%	10.2%	11.0%	12.2%	12.6%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	1.11	1.35	1.70	2.00	2.61
市盈率 P/E(倍)	15.69	12.89	10.24	8.70	6.65
市净率 P/B(倍)	1.61	1.42	1.25	1.09	0.94

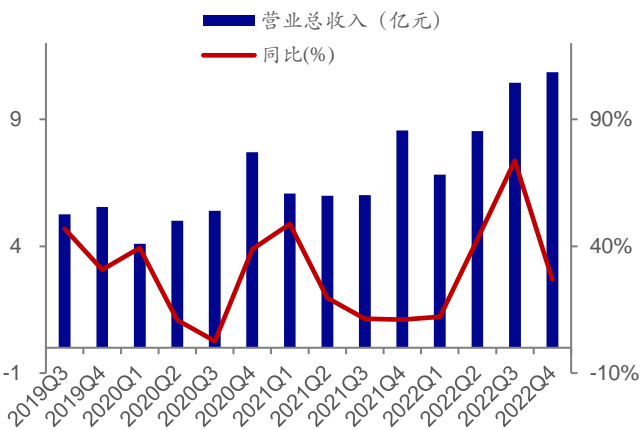
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月21日收盘价

图 1：公司历年收入&同比增速


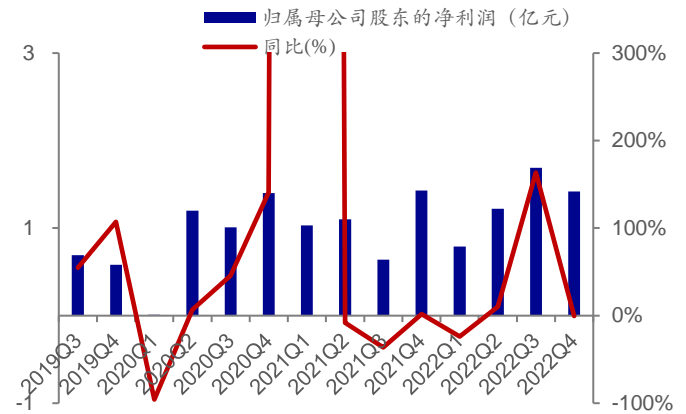
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司历年归母净利润&同比增速


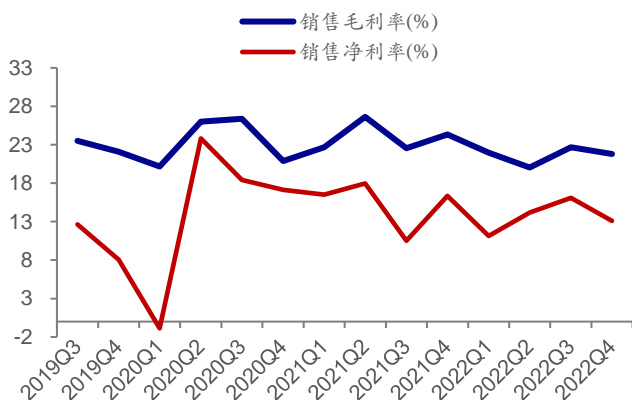
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司分季度收入&同比增速


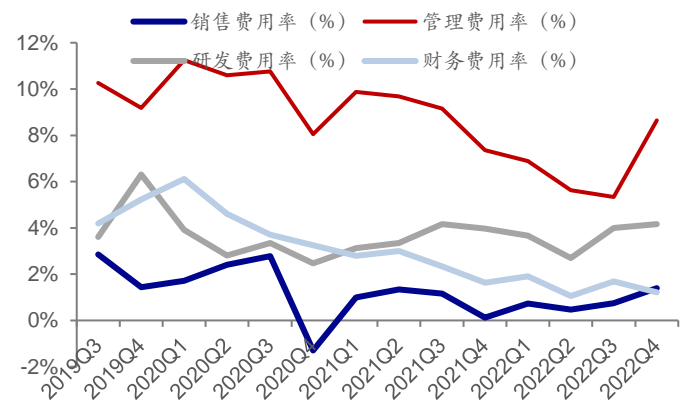
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司分季度归母净利润&同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司分季度销售毛利率&净利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司分季度费用率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

财务模型

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,435	3,180	4,101	5,931	7,215	
货币资金	443	731	1,155	2,426	3,087	
应收票据	54	105	116	161	168	
应收账款	917	1,315	1,556	1,669	2,171	
预付账款	23	20	47	41	36	
存货	463	593	734	1,021	1,022	
其他	535	415	493	612	732	
非流动资产	5,081	5,358	5,259	5,380	5,374	
长期股权投资	2,009	2,050	2,085	2,135	2,185	
固定资产(合计)	1,947	1,956	2,011	2,085	2,029	
无形资产	275	281	272	262	253	
其他	851	1,070	890	897	907	
资产总计	7,515	8,538	9,360	11,311	12,589	
流动负债	2,717	3,326	3,482	4,671	4,957	
短期借款	699	700	800	800	800	
应付票据	665	887	926	1,340	1,593	
应付账款	746	1,050	964	1,553	1,380	
其他	608	688	792	977	1,183	
非流动负债	684	576	607	622	638	
长期借款	285	312	332	347	363	
其他	399	263	275	275	275	
负债合计	3,402	3,901	4,089	5,293	5,595	
少数股东权益	13	4	-5	-17	-31	
归属母公司股东权益	4,101	4,633	5,276	6,034	7,025	
负债和股东权益	7,515	8,538	9,360	11,311	12,589	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,623	3,666	4,678	5,847	6,948	
同比(%)	18.3%	39.7%	27.6%	25.0%	18.8%	
归属母公司净利润	420	512	644	758	992	
同比(%)	16.2%	21.8%	25.9%	17.7%	30.8%	
毛利率(%)	24.3%	21.7%	22.5%	22.5%	24.0%	
ROE%	10.2%	11.0%	12.2%	12.6%	14.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.11	1.35	1.70	2.00	2.61	
P/E	15.69	12.89	10.24	8.70	6.65	
P/B	1.61	1.42	1.25	1.09	0.94	
EV/EBITDA	12.28	11.04	7.73	5.50	3.76	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,623	3,666	4,678	5,847	6,948	
营业成本	1,986	2,872	3,625	4,532	5,280	
营业税金及附加	33	36	51	58	69	
销售费用	22	30	40	50	60	
管理费用	237	234	304	380	417	
研发费用	97	128	150	222	264	
财务费用	62	50	66	66	53	
减值损失合计	-18	-13	-8	-6	-6	
投资净收益	274	217	234	234	208	
其他	17	26	34	49	60	
营业利润	459	544	701	815	1,066	
营业外收支	4	5	4	2	2	
利润总额	463	549	705	817	1,068	
所得税	52	46	71	70	91	
净利润	411	503	635	747	977	
少数股东损益	-9	-8	-10	-11	-15	
归属母公司净利润	420	512	644	758	992	
EBITDA	587	773	870	996	1,285	
EPS(当年)(元)	1.19	1.37	1.70	2.00	2.61	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	341	415	387	1,542	858	
净利润	411	503	635	747	977	
折旧摊销	313	383	303	322	348	
财务费用	66	52	74	79	80	
投资损失	-274	-217	-234	-234	-208	
营运资金变动	-210	-313	-420	615	-353	
其它	34	7	30	14	14	
投资活动现金流	-3	-126	10	-207	-133	
资本支出	-207	-329	-312	-344	-244	
长期投资	79	40	-70	-87	-87	
其他	126	164	392	224	198	
筹资活动现金流	-423	-31	28	-64	-64	
吸收投资	10	0	0	0	0	
借款	1,355	1,803	120	15	16	
支付利息或股息	-159	-177	-74	-79	-80	
现金流净增加额	-86	260	424	1,271	660	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。