

爱柯迪 (600933.SH)

强烈推荐 (维持)

产品结构升级促业绩高增，持续加码新能源产能布局

事件：公司发布 2023 年一季报，1Q23 公司实现营业总收入 12.6 亿元，同比+39.2%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比+99.5%，实现扣非归母净利润 1.5 亿元，同比+143.7%。

□ 公司业绩同比高增，盈利能力显著提升。得益于“新能源汽车+智能驾驶”的产品定位，公司前期开拓的新能源客户项目订单持续放量，公司业绩实现高速增长。1Q23 公司实现营业总收入 12.6 亿元，同比+39.2%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比+99.5%，净利润增速明显高于营收增速。1Q23 年公司实现毛利率 29.7%，相较于去年同期+6.3pct，实现净利润 14.0%，相较于去年同期+4.1pct。期间费用率方面，1Q23 公司销售费用率为 1.4% (+0.1pct)，管理费用率为 5.9% (-0.8pct)，研发费用率为 5.1% (+0.0pct)，财务费用率为 1.0% (+0.1pct)，公司整体期间费用率相较于去年同期下滑 0.7pct，费用控制效果较好。从内部因素来看，公司正处于产能释放期，规模经济的提升和降本措施的推进促进盈利增长；从外部因素来看，原材料价格、国际海运费、汇率等因素正向影响了公司的业绩。

□ 产品结构不断升级，新能源相关业务阔步向前。近年来公司产品结构处于不断升级的过程，当前公司基本实现新能源汽车三电系统、汽车结构件、热管理系统、智能驾驶系统、线控转向/线控制动系统等用铝合金精密压铸件产品全覆盖，新能源产品品类不断丰富。公司在维持中小件产品竞争优势的基础上，力争至 2025 年以新能源汽车结构件及三电系统核心零部件为代表的新能源汽车产品占比超过 30%，2030 年达到 70%。从公司新增订单情况来看，22 年公司获得新能源铝压铸件项目预计新增销售收入占比约为 70%，其中三电系统占比约 40%，智能驾驶系统占比约为 12%；热管理系统占比约 10%，车身结构件占比约 5%。随着公司在手订单逐步兑现，新能源业务稳定放量。

□ 各项布局及产能建设正稳步推进，未来持续增长可期。(1) 在一体压铸结构件方面，22 年公司采购的 6100T 压铸机预计于 23 年 4 月份进场，将促进公司中大型产品及一体压铸件的发展。(2) 马来西亚子公司：公司 22 年 6 月在马来西亚子公司规划了压铸车间和配套的加工车间，用于直接出口美国的汽车铝合金零件生产，该项目计划 23 年 4 月动工，24 年上半年竣工。(3) 墨西哥生产基地：墨西哥北美生产基地现已完成主体厂房竣工交付，将于 2023 年第一季度完成所有设备搬迁，第二季度正常投入使用。(4) 安徽含山基地：公司于 22 年在安徽含山购置土地 430 余亩，建设新能源汽车三电系统零部件及汽车结构件智能制造项目，一期项目约 270 亩已于 23 年 3 月正式动工，计划于 24 年下半年竣工交付，为后续订单的释放做好产能储备。

□ 拟通过定向增发在墨西哥投资建厂，加强海外新能源市场布局。公司有良好的海外业务基础，历年来海外业务为公司营收主要来源，22 年公司海外业务营收占比为 59.0%。据公司发布的定向增发预案，23 年公司拟投资约 12.4 亿元，在墨西哥设立生产基地，生产新能源汽车结构件及三电系统零部件，该项目达产后将新增新能源汽车结构件产能 175 万件/年、新增新能源汽车三电系统零部件产能 75 万件/年。此项布局将助力公司加速拓展北美新能源汽车中大型铝合金压铸件市场，扩张公司海外新能源产业链的业务版图。而北

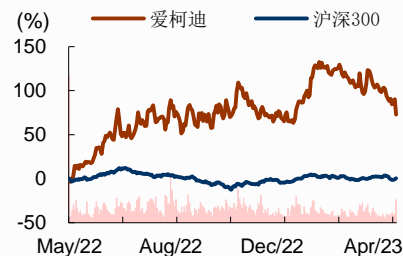
中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：19.13 元

基础数据

总股本 (万股)	88326
已上市流通股 (万股)	88326
总市值 (亿元)	169
流通市值 (亿元)	169
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	13.1
资产负债率	44.4%
主要股东	宁波爱柯迪投资管理有限公司
主要股东持股比例	32.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	-2	94
相对表现	-14	-16	92



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《爱柯迪 (600933) — 盈利能力大幅提升，新能源产品加速渗透》
2023-03-26
- 《爱柯迪 (600933) — 深耕铝合金压铸领域，新能源业务发展提速》
2023-01-29
- 《爱柯迪 (600933) — 2Q22 业绩表现亮眼，新能源产品发展提速》
2022-08-21

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

yangxianyu@cmschina.com.cn

美新能源汽车市场为全球新能源汽车第三大市场，其中美国市场占据了整个北美市场的 90%以上。美国新能源汽车市场渗透率相比中国和欧洲市场仍相对较低，据国际能源总署（IEA）和 Marklines 数据，2022 年美国市场新能源汽车渗透率达到 6.9%，首次突破 5%。随着需求开始释放，北美新能源汽车市场前景广阔。

- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司加快在新能源汽车领域布局，深化与现有优质客户合作的基础上，不断开拓新优质客户；公司持续有效地推进降本措施，且受益于规模经济和整体效益的提升，经营质量得以改善。随着公司产能建设有序推进，逐步完成马鞍山两个生产基地、马来西亚生产基地的建设、启动墨西哥二期工厂建设等布局，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 8.2/10.2/13.4 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：汽车行业不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；国际海运费大幅上涨；部分董监高减持风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3206	4265	5523	7015	9014
同比增长	24%	33%	29%	27%	28%
营业利润(百万元)	340	741	939	1167	1539
同比增长	-28%	118%	27%	24%	32%
归母净利润(百万元)	310	649	821	1019	1344
同比增长	-27%	109%	27%	24%	32%
每股收益(元)	0.35	0.73	0.93	1.15	1.52
PE	54.5	26.1	20.6	16.6	12.6
PB	3.7	3.1	2.8	2.4	2.0

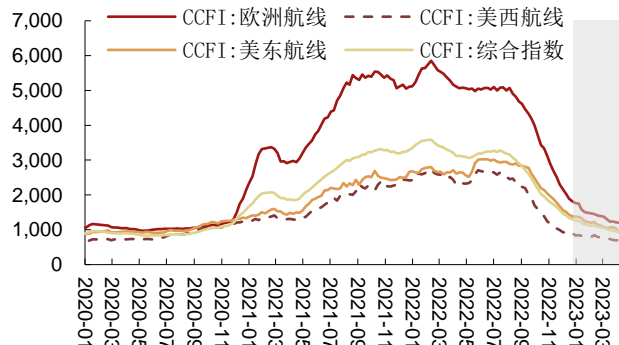
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 2020 年至今 A00 铝锭价格走势 (单位: 元/吨)



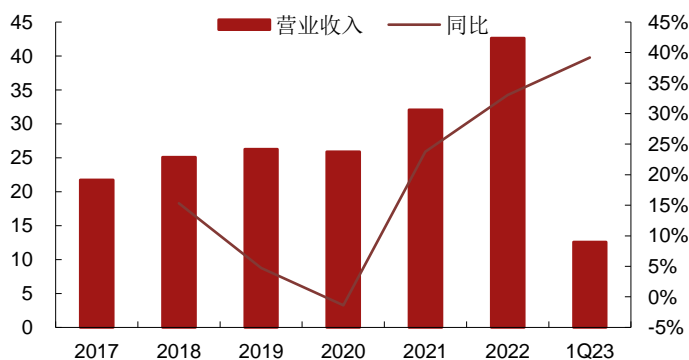
资料来源: wind、招商证券

图 2: 中国出口集装箱运价指数走势



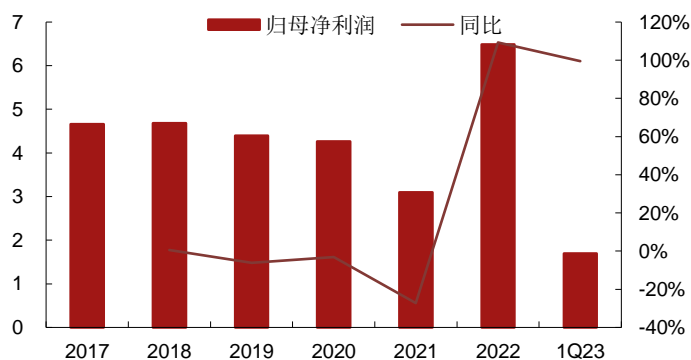
资料来源: wind、招商证券

图 3: 公司历年营收及增速 (单位: 亿元)



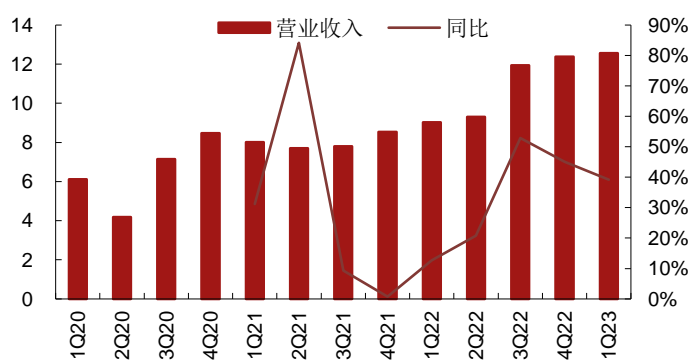
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司历年归母净利润及增速 (单位: 亿元)



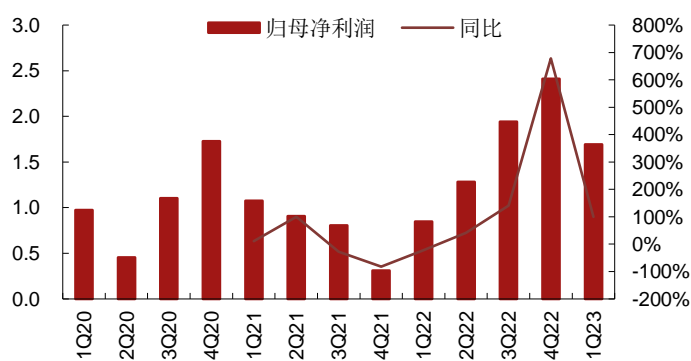
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司各季度营收及增速 (单位: 亿元)



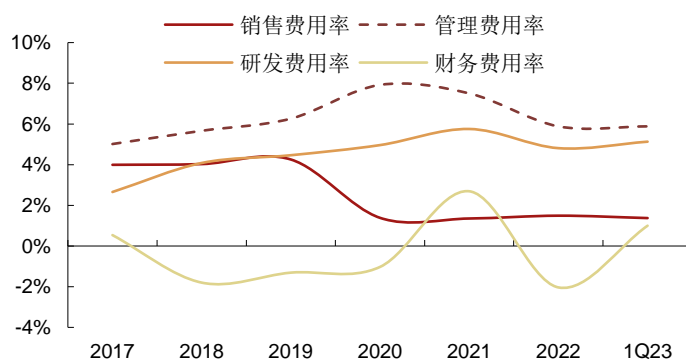
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司各季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)



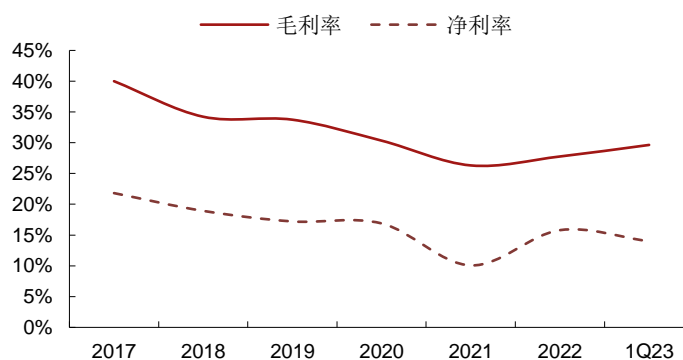
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 公司历年费用率情况 (单位: %)



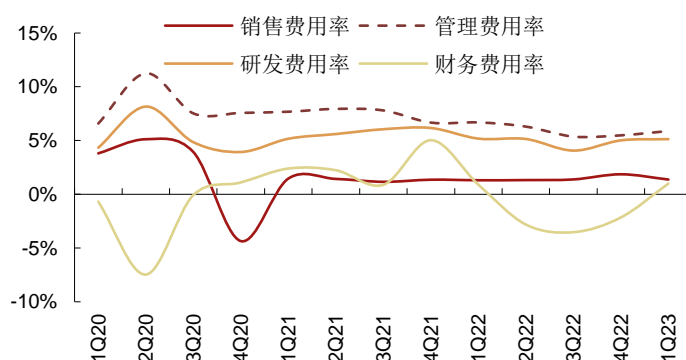
资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 公司历年销售毛利率及净利率 (单位: %)



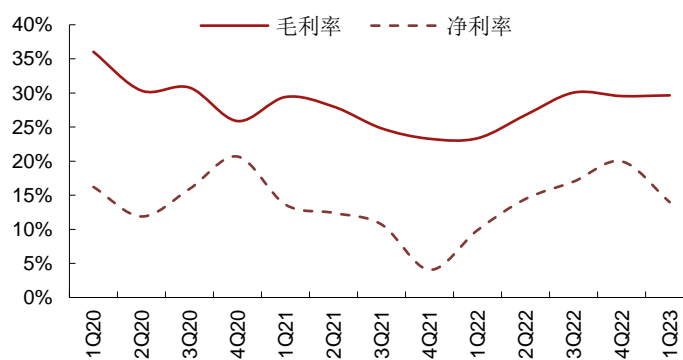
资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 公司各季度费用率情况 (单位: %)



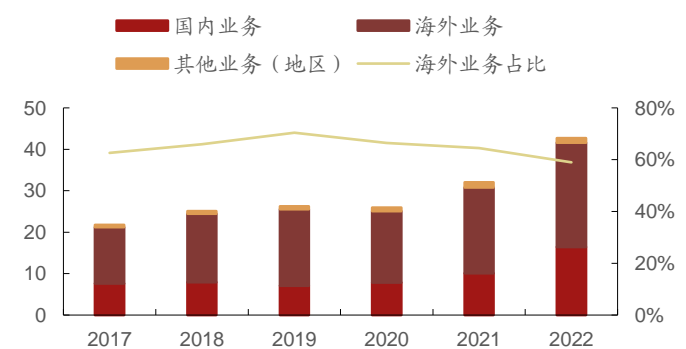
资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 公司各季度销售毛利率及净利率 (单位: %)



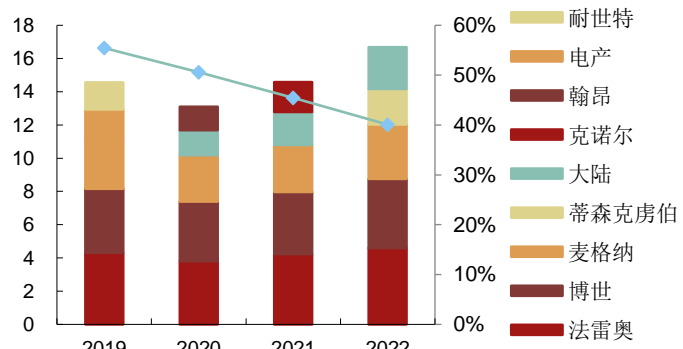
资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 公司海外业务销售金额及占比 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 公司前五大客户销售情况及占比 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3470	5207	5359	6229	7992
现金	1329	2514	1858	1782	2278
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	14	35	45	58	74
应收款项	802	1345	1716	2180	2801
其它应收款	41	66	85	108	139
存货	767	862	1157	1470	1889
其他	516	386	497	631	811
非流动资产	3101	4717	5432	5772	5858
长期股权投资	7	8	8	8	8
固定资产	1774	2689	3527	3971	4146
无形资产商誉	352	577	519	467	421
其他	968	1443	1378	1325	1283
资产总计	6571	9924	10791	12000	13850
流动负债	1304	2100	2217	2413	2676
短期借款	796	1290	1300	1300	1300
应付账款	352	586	701	890	1144
预收账款	1	2	3	4	5
其他	155	221	213	219	227
长期负债	625	2210	2210	2210	2210
长期借款	0	0	0	0	0
其他	625	2210	2210	2210	2210
负债合计	1929	4310	4427	4623	4885
股本	862	883	883	883	883
资本公积金	1955	2168	2268	2468	2968
留存收益	1746	2362	2979	3752	4787
少数股东权益	80	201	233	273	326
归属于母公司所有者权益	4562	5413	6131	7104	8639
负债及权益合计	6571	9924	10791	12000	13850

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	481	647	685	960	1065
净利润	323	674	853	1059	1396
折旧摊销	373	503	545	658	712
财务费用	107	(31)	20	40	10
投资收益	(67)	(24)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(224)	(511)	(696)	(759)	(1018)
其它	(30)	36	13	13	14
投资活动现金流	(1581)	(1620)	(1215)	(950)	(750)
资本支出	(1084)	(1374)	(1266)	(1000)	(800)
其他投资	(498)	(246)	50	50	50
筹资活动现金流	563	2082	(126)	(86)	181
借款变动	2465	394	(3)	0	0
普通股增加	2	21	0	0	0
资本公积增加	98	214	100	200	500
股利分配	(1996)	(172)	(203)	(246)	(309)
其他	(7)	1626	(20)	(40)	(10)
现金净增加额	(537)	1110	(656)	(75)	496

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3206	4265	5523	7015	9014
营业成本	2362	3081	3894	4945	6355
营业税金及附加	22	29	38	48	61
营业费用	43	64	82	105	134
管理费用	241	251	326	414	532
研发费用	184	205	265	337	433
财务费用	86	(87)	20	40	10
资产减值损失	(9)	(32)	(10)	(10)	0
公允价值变动收益	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)
其他收益	19	30	30	30	30
投资收益	67	24	24	24	24
营业利润	340	741	939	1167	1539
营业外收入	10	6	6	6	6
营业外支出	1	5	5	5	5
利润总额	349	742	940	1168	1540
所得税	26	68	87	109	144
少数股东损益	13	25	32	40	53
归属于母公司净利润	310	649	821	1019	1344

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	24%	33%	29%	27%	28%
营业利润	-28%	118%	27%	24%	32%
归母净利润	-27%	109%	27%	24%	32%
获利能力					
毛利率	26.3%	27.8%	29.5%	29.5%	29.5%
净利率	9.7%	15.2%	14.9%	14.5%	14.9%
ROE	6.9%	13.0%	14.2%	15.4%	17.1%
ROIC	7.8%	9.6%	11.9%	13.4%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	29.4%	43.4%	41.0%	38.5%	35.3%
净负债比率	12.3%	13.1%	12.0%	10.8%	9.4%
流动比率	2.7	2.5	2.4	2.6	3.0
速动比率	2.1	2.1	1.9	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8
应收账款周转率	4.0	3.9	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	5.8	6.6	6.1	6.2	6.2
每股资料(元)					
EPS	0.35	0.73	0.93	1.15	1.52
每股经营净现金	0.55	0.73	0.78	1.09	1.21
每股净资产	5.17	6.13	6.94	8.04	9.78
每股股利	0.20	0.23	0.28	0.35	0.46
估值比率					
PE	54.5	26.1	20.6	16.6	12.6
PB	3.7	3.1	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	29.4	21.0	14.1	11.3	9.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，5年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。