

2023年04月28日
常熟汽饰(603035.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

汽车零部件 III

一季度业绩优异，本部持续高速增长

■ **事件：**4月27日，公司发布2023年一季报，实现营收8.46亿元，同比增长23.85%；实现归母净利润0.92亿元，同比增长16.97%。

■ **公司营收保持快速增长，本部盈利能力持续提升**

公司一季度营收保持快速增长。在行业销量整体下滑背景下，公司营收仍然保持快速增长，我们预计：1) 核心客户奇瑞贡献了最大的业绩增量，奇瑞是公司的第一大客户，2023Q1 奇瑞实现销量30.7万辆，同比增长47%，为公司带来显著增量；2) 特斯拉、理想、蔚来等新能源客户贡献了第二大的业绩增量，2023Q1 公司新能源客户特斯拉、理想、蔚来的销量分别同比26%/ 66%/ 20%，其中特斯拉和理想在公司的营收占比较高（资料来源：公司公告），并且销量实现了较高的增长幅度；3) 奔驰、宝马贡献了部分业绩增量，2023Q1 北京奔驰、华晨宝马销量分别同比增长5%/ 9%，并且宝马外饰件业务也逐步进入了放量阶段；4) 一汽大众对公司收入有负面影响，2023Q1 一汽大众销量下降12%，其中大众品牌和奥迪品牌销量分别下滑14%和8%。

本部盈利能力持续提升。公司2023Q1实现综合毛利率21.37%，同比减少0.61pct；实现本部利润0.61亿元，同比增长28.81%，本部利润增幅高于收入增幅。在剔除投资收益的影响后，公司本部的净利率为7.26%，同比提升0.28pct。我们预计公司本部盈利能力提升主要是：1) 规模效应的逐步体现，单位产品制造费用降低；2) 公司模具工厂常源科技已实现扭亏，模具自给率提升有助于提升公司盈利能力；3) 费用管控能力增强，公司2023Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为1.1%/ 6.05%/ 4.24%/ 1.39%，分别同比+0.36/ -0.87/ +0.56/ -0.5pct，合计-0.45pct。其中销售费用率提升主要是因为新增海外WAY公司费用，研发费用率提升主要是由于研发人员及薪酬水平的增长，以及开发新工艺、新材料的前期费用增加。

投资收益小幅下降，未来有望底部向上。公司2023Q1实现投资收益0.31亿元，同比下降1.17%，我们预计主要是：1) 重卡销量增长带动富晟增长，2023Q1重卡实现批发销量24.13万辆，同比增长4%；2) 一汽大众销量下滑对公司投资收益有负面影响。我们预计未来投资收益有望底部向上，主要在于：1) 新项目逐步进入量产；2) 重卡带动富晟增长，重卡去年基数低，后面有增长潜力。

■ **多重因素驱动公司未来业绩持续高速增长**

我们认为，多重核心因素将驱动公司未来业绩高速增长：1) **新能源汽车尤其是高端新能源乘用车的热销**给公司带来非常大的机遇，除了特斯拉以及蔚来、小鹏、理想等头部新势力车企，公司还拿到了比亚迪（2022年新增）、奇瑞新能源、零跑、哪吒、集度、小米、华人运通、ARCFOX极狐、大众MEB、奔驰EQB、宝马EV、英国捷豹路虎、北美ZOOX、越南Vinfast等重点品牌的订单（信息来源：公司年报）；2) **新基地逐步投产**，2023年公司共有合肥、大连、肇庆三大新基地小批量投入生产，主要量产项目包括大众安徽、奇瑞、小鹏、比亚迪等客户的新项目（信息来源：公司年报）；3) **公司实现了内饰业务向外饰业**

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 **25元**
股价(2023-04-27) **17.68元**

交易数据

总市值(百万元)	6,718.95
流通市值(百万元)	6,718.95
总股本(百万股)	380.03
流通股本(百万股)	380.03
12个月价格区间	12.48/25.11元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.8	-16.9	36.7
绝对收益	-2.4	-21.5	39.1

徐慧雄 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

相关报告

年报业绩优异，未来成长可期	2023-04-18
三季度业绩超预期，三大因素驱动未来高增长	2022-10-25

务的突破，公司的外饰、自动化装备、模具设计制业务成功进入了宝马的供应商体系（信息来源：公司年报），公司营收有望进一步增长；4) 公司的联营公司一汽富晟在乘用车座椅领域积累深厚，外部客户拓展顺利，未来有望和本部内饰业务形成高度协同，共同实现持续高增长。

目 **投资建议：**我们预计公司 2023–2025 年的归母净利润分别为 6.1、7.6、9.1 亿元，对应当前市值，PE 分别为 11.1、8.8 和 7.4 倍，维持“买入-A”评级，给予公司 2023 年 16 倍 PE，6 个月目标价 25 元/股。

目 **风险提示：**乘用车销量不及预期；客户集中度较高的风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	26.6	36.7	45.1	54.1	63.8
净利润	4.2	5.1	6.1	7.6	9.1
每股收益(元)	1.11	1.35	1.60	2.00	2.40
每股净资产(元)	10.79	12.19	13.46	15.26	17.35

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	16.0	13.1	11.1	8.8	7.4
市净率(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0
净利润率	15.8%	14.0%	13.5%	14.0%	14.3%
净资产收益率	10.2%	11.0%	11.9%	13.1%	13.8%
股息收益率	2.0%	0.0%	1.9%	2.0%	1.7%
ROIC	11.4%	13.0%	14.4%	21.5%	19.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26.6	36.7	45.1	54.1	63.8	成长性					
减:营业成本	20.2	28.7	35.6	42.2	49.5	营业收入增长率	20.1%	37.7%	23.0%	20.0%	18.0%
营业税费	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	营业利润增长率	21.1%	18.5%	18.4%	25.8%	20.0%
销售费用	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	净利润增长率	16.2%	21.8%	18.6%	25.2%	19.9%
管理费用	2.4	2.3	2.9	3.6	4.2	EBITDA 增长率	13.3%	8.7%	11.4%	19.4%	17.7%
研发费用	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	EBIT 增长率	12.7%	9.9%	9.7%	21.7%	19.4%
财务费用	0.6	0.5	0.2	-	-0.1	NOPLAT 增长率	7.3%	17.8%	11.5%	21.7%	19.4%
资产减值损失	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	投资资本增长率	3.5%	0.5%	-18.6%	31.1%	-22.4%
加:公允价值变动收益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	12.0%	12.7%	10.0%	13.1%	13.4%
投资和汇兑收益	2.7	2.2	2.4	2.5	2.6						
营业利润	4.6	5.4	6.4	8.1	9.7	利润率					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	24.1%	21.7%	21.0%	22.0%	22.5%
利润总额	4.6	5.5	6.4	8.1	9.7	营业利润率	17.2%	14.8%	14.3%	15.0%	15.2%
减:所得税	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8	净利润率	15.8%	14.0%	13.5%	14.0%	14.3%
净利润	4.2	5.1	6.1	7.6	9.1	EBITDA/营业收入	30.1%	23.7%	21.5%	21.4%	21.3%
						EBIT/营业收入	20.6%	16.5%	14.7%	14.9%	15.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	266	192	157	131	111
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-11	-6	-39	-26	-21
货币资金	4.4	7.3	12.6	10.8	27.6	流动资产周转天数	321	276	294	287	309
交易性金融资产	1.0	-	1.0	0.7	0.6	应收帐款周转天数	109	111	110	110	110
应收帐款	9.3	13.2	14.3	18.7	20.3	存货周转天数	58	52	60	57	55
应收票据	0.5	1.1	0.1	1.6	0.5	总资产周转天数	992	788	712	626	595
预付帐款	0.2	0.2	0.6	0.3	0.6	投资资本周转天数	559	414	306	264	226
存货	4.6	5.9	9.0	8.1	11.6						
其他流动资产	4.2	4.1	4.3	4.2	4.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.2%	11.0%	11.9%	13.1%	13.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	5.9%	6.4%	7.8%	7.7%
长期股权投资	20.0	20.5	20.5	20.5	20.5	ROIC	11.4%	13.0%	14.4%	21.5%	19.6%
投资性房地产	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	费用率					
固定资产	19.5	19.6	19.7	19.7	19.6	销售费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
在建工程	1.0	1.2	1.3	1.9	2.3	管理费用率	8.9%	6.4%	6.5%	6.7%	6.6%
无形资产	2.7	2.8	2.6	2.5	2.4	研发费用率	3.6%	3.5%	3.6%	3.5%	3.4%
其他非流动资产	6.5	8.6	5.9	5.3	4.7	财务费用率	2.3%	1.4%	0.4%	-0.1%	-0.2%
资产总额	75.2	85.4	92.9	95.2	115.8	四费/营业收入	15.7%	12.1%	11.3%	10.9%	10.6%
短期债务	7.0	7.0	-	1.6	-	偿债能力					
应付帐款	9.0	12.1	20.0	15.4	25.4	资产负债率	45.3%	45.7%	45.1%	39.4%	43.5%
应付票据	6.7	8.9	12.2	11.9	16.2	负债权益比	82.7%	84.1%	82.1%	64.9%	76.9%
其他流动负债	4.6	5.3	5.8	5.0	5.4	流动比率	0.90	0.96	1.10	1.31	1.39
长期借款	2.8	3.1	-	-	-	速动比率	0.73	0.78	0.86	1.07	1.14
其他非流动负债	4.0	2.6	3.9	3.5	3.3	利息保障倍数	8.82	12.13	37.12	-162.37	-89.46
负债总额	34.0	39.0	41.9	37.5	50.3	分红指标					
少数股东权益	0.1	-	-0.1	-0.3	-0.5	DPS(元)	0.35	-	0.33	0.35	0.31
股本	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8	分红比率	31.6%	0.0%	20.8%	17.5%	12.7%
留存收益	37.0	42.5	47.3	54.2	62.1	股息收益率	2.0%	0.0%	1.9%	2.0%	1.7%
股东权益	41.1	46.4	51.0	57.7	65.5						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	4.1	5.0	6.1	7.6	9.1
						加:折旧和摊销	3.1	3.7	3.1	3.5	4.0
						资产减值准备	0.2	0.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
						财务费用	0.7	0.5	0.2	-	-0.1
						投资收益	-2.7	-2.2	-2.4	-2.5	-2.6
						少数股东损益	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
						营运资金的变动	-1.0	-4.5	10.7	-9.7	10.9
						经营活动产生现金流量	3.4	4.2	17.5	-1.3	21.2
						投资活动产生现金流量	-	-1.3	-1.9	-1.1	-1.6
						融资活动产生现金流量	-4.2	-0.3	-10.4	0.6	-2.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034