

海晨股份 (300873.SZ)

收入稳健增长，新项目影响短期利润率

海晨股份公告 2022 年和 2023Q1 业绩：2022 年，公司收入 18.00 亿元，同比增长 22.67%，归母净利润 3.58 亿元，同比增长 15.81%；2023Q1，公司收入 4.48 亿元，同比增长 24.82%，归母净利润 0.59 亿元，同比下降 34.81%。

- 受新项目影响，2022 年公司毛利率下行。2022 年，公司收入 18.00 亿元，同比增长 22.67%，归母净利润 3.58 亿元，同比增长 15.81%。公司综合毛利率 25.13%，同比下降 3.7 个百分点。毛利率的下降受到深圳新项目投产影响，根据公司公告，深圳新项目 2022 年 7 月开始试产，截止 2022 年底，深圳新项目共实现收入 7101.34 万元，亏损 2438.73 万元，亏损原因一是试产阶段成本，二是人员培训成本，三是启动和产能爬坡阶段租金成本的摊销所致。如剔除深圳新项目的影响，2022 年原业务归母净利润 3.8 亿元，同比增长 23.69%。分板块看：1) 电子信息行业收入 14.32 亿元，同比增长 9.74%，毛利率 25.64%，同比下降 4.04 个百分点；2) 新能源汽车行业收入 3.05 亿元，同比增长 217.23%，毛利率 22.64%，同比下降 9.59 个百分点。
- 新能源车业务成为公司增长新动力。1) 2022 年 3C 行业景气度走弱，公司大客户联想全年 PC 出货量同比下降 17%，2023Q1，联想出货量继续同比下滑。考虑到市场库存消化情况，预计下半年市场将有所企稳，明年或恢复增长。2) 2022 年公司新能源汽车收入占比已大幅提升至 17% (2021 年为 7%)，公司该板块收入增速高于理想汽车交付量增速 (2022 年理想汽车交付量同比增长 47%)，即公司服务项目增加使得单车收入增长。2023Q1，理想汽车交付量同比增长 65.8%，其中 3 月交付量同比增长 88.7%。考虑到理想汽车今年有望实现交付量翻倍增长，预计公司新能源汽车板块将成为公司增长主动力。
- 维持“强烈推荐”投资评级。2023Q1，公司归母净利润同比下降 34.81%，扣非归母净利润同比下降 6.19%，毛利率环比回升 7 个百分点，预计新项目仍对短期造成影响，但随着产能爬坡、新项目放量，预计利润率有望逐渐回升。中长期看，我们认为公司增长动力来自：1) 3C 领域公司市场份额增长；2) 理想汽车销量高速增长成为公司新的增长动力；3) 完善的生产供应链体系、跨行业复制能力使得公司有望拓展更多业务领域。我们预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 4.1/5.1/6.2 亿元。基于我们的盈利预测，公司目前股价对应 14/12/10 倍 2023-25E P/E，维持公司“强烈推荐”评级。
- 风险提示：宏观经济下行风险；目标行业波动风险；新市场开拓不及预期风险；人民币汇率波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1468	1800	2338	3001	3680
同比增长	37%	23%	30%	28%	23%
营业利润(百万元)	380	448	512	643	777
同比增长	60%	18%	14%	26%	21%
归母净利润(百万元)	309	358	409	513	620
同比增长	59%	16%	14%	25%	21%
每股收益(元)	1.34	1.55	1.77	2.23	2.69
PE	19.0	16.4	14.4	11.5	9.5
PB	2.9	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

周期/交通运输
目标估值：NA
当前股价：25.49 元

基础数据

总股本 (万股)	23060
已上市流通股 (万股)	10749
总市值 (亿元)	59
流通市值 (亿元)	27
每股净资产 (MRQ)	11.7
ROE (TTM)	12.1
资产负债率	26.3%
主要股东	梁晨
主要股东持股比例	35.48%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-20	-1
相对表现	-12	-28	-2



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《海晨股份 (300873) 一三季度业绩稳健增长符合预期》2022-10-26
- 《海晨股份 (300873) 一新能源汽车业务成为公司新增长动力》2022-08-30
- 《海晨股份 (300873) 一深耕 ToB 端供应链物流，跨行业复制能力构筑护城河》2022-06-20

苏宝亮 S1090519010004
 subaoliang@cmschina.com.cn
 肖欣晨 S1090522010001
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn
 魏芸 S1090522010002
 weiyun@cmschina.com.cn

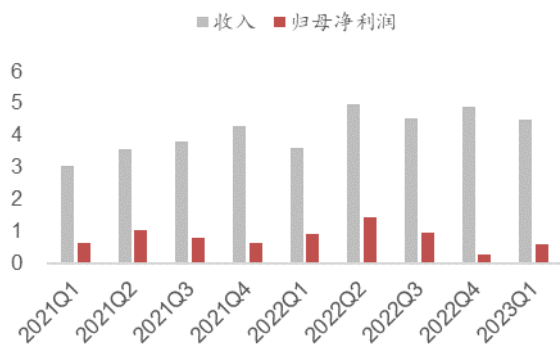
1. 受新项目影响，2022 年公司毛利率下行

2022 年，公司收入 18.00 亿元，同比增长 22.67%，归母净利润 3.58 亿元，同比增长 15.81%。公司综合毛利率 25.13%，同比下降 3.7 个百分点。毛利率的下降受到深圳新项目投产影响，根据公司公告，深圳新项目 2022 年 7 月开始试产，截止 2022 年底，深圳新项目共实现收入 7,101.34 万元，亏损 2,438.73 万元，亏损原因一是试产阶段成本；二是人员培训成本；三是启动和产能爬坡阶段租金成本的摊销所致。如剔除深圳新项目的影响，2022 年原业务归母净利润 3.8 亿元，同比增长 23.69%。

分板块看：1) 电子信息行业收入 14.32 亿元，同比增长 9.74%，毛利率 25.64%，同比下降 4.04 个百分点；2) 新能源汽车行业收入 3.05 亿元，同比增长 217.23%，毛利率 22.64%，同比下降 9.59 个百分点。

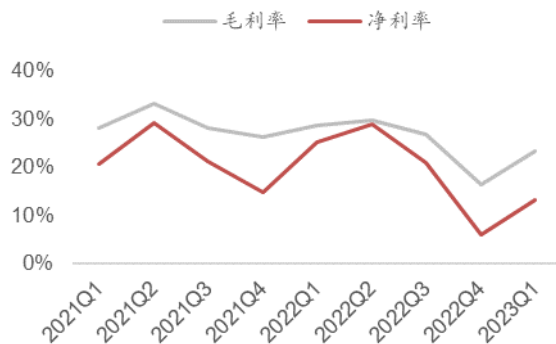
2023Q1，公司收入 4.48 亿元，同比增长 24.82%，归母净利润 0.59 亿元，同比下降 34.81%。

图 1：海晨股份季度收入、净利润（单位：亿元）



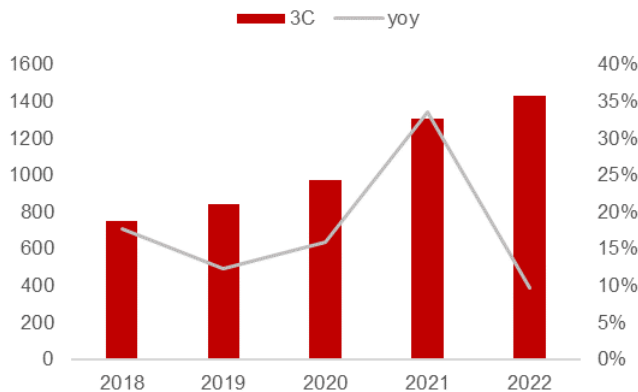
资料来源：公司数据、招商证券

图 2：海晨股份毛利率与净利率



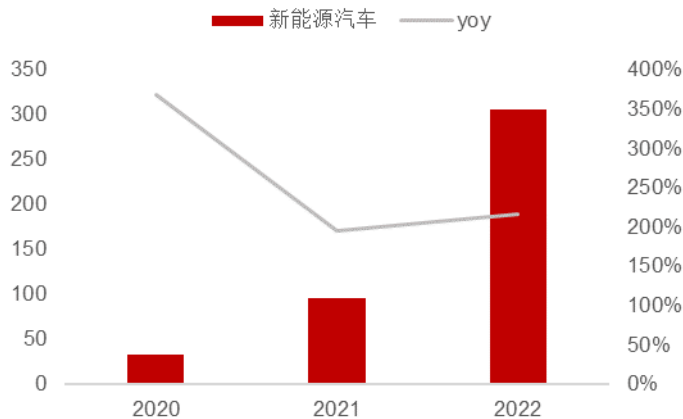
资料来源：公司数据、招商证券

图 3：3C 业务板块收入及增速（单位：百万元）



资料来源：公司数据、招商证券

图 4：新能源汽车业务板块收入及增速（单位：百万元）



资料来源：公司数据、招商证券

2. 新能源车业务成为公司增长新动力

2022 年 3C 行业景气度走弱，公司大客户联想全年 PC 出货量同比下降 17%，2023Q1，联想出货量继续下滑。考虑到市场库存消化情况，预计下半年市场将有所企稳，明年或恢复增长。

2022 年公司新能源汽车收入占比已大幅提升至 17%（2021 年为 7%），公司该板块收入增速高于理想汽车交付量增速（2022 年理想汽车交付量同比增长 47%），即公司服务项目增加使得单车收入增长。2023Q1，理想汽车交付量同

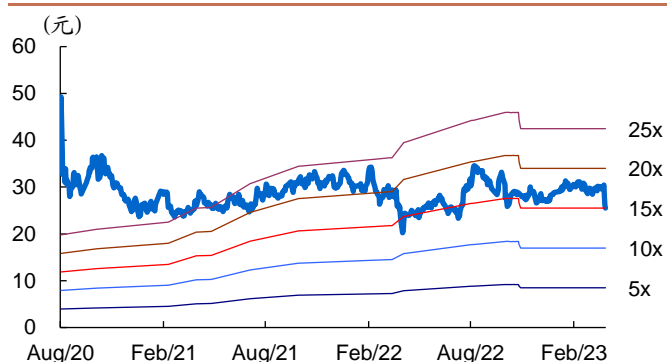
比增长 65.8%，其中 3 月交付量同比增长 88.7%。考虑到理想汽车今年有望实现交付量翻倍增长，预计公司新能源汽车板块将成为公司增长主动力。

3. 投资建议

2023Q1，公司归母净利润同比下降 34.81%，毛利率环比回升 7 个百分点，预计新项目仍对短期造成影响，但随着产能爬坡、新项目放量，预计利润率有望逐渐回升。

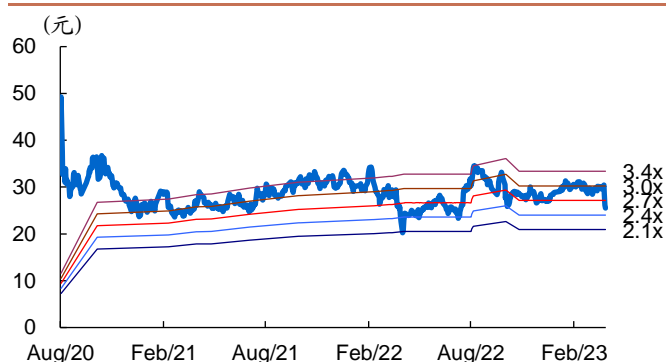
中长期看，我们认为公司增长动力来自：1) 3C 领域公司市场份额增长；2) 新能源汽车持续放量，理想汽车销量高速增长成为公司新的增长动力；3) 完善的生产供应链体系、跨行业复制能力使得公司有望拓展更多业务领域。我们预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 4.1/5.1/6.2 亿元。基于我们的盈利预测，公司目前股价对应 14/12/10 倍 2023-25E P/E，维持公司“强烈推荐”评级。

图 5: 海晨股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 6: 海晨股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

4. 风险提示

宏观经济下行风险；目标行业波动风险；新市场开拓不及预期风险；人民币汇率波动风险。

参考报告：

- 1、《海晨股份（300873）—三季度业绩稳健增长符合预期》2022-10-26
- 2、《海晨股份（300873）—新能源汽车业务成为公司新增长动力》2022-08-30
- 3、《海晨股份（300873）—深耕 ToB 端供应链物流，跨行业复制能力构筑护城河》2022-06-20

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	1905	2430	2740	3307	3971
现金	730	1063	1189	1503	1905
交易性投资	756	652	652	652	652
应收票据	1	1	1	1	2
应收款项	364	637	803	1030	1263
其它应收款	18	49	64	82	100
存货	8	8	5	6	8
其他	29	20	26	33	40
非流动资产	668	1284	1333	1380	1424
长期股权投资	5	15	15	15	15
固定资产	349	409	475	537	594
无形资产商誉	117	146	131	118	106
其他	197	714	712	710	709
资产总计	2572	3714	4073	4688	5395
流动负债	394	692	710	877	1047
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	286	466	596	761	929
预收账款	3	6	8	10	12
其他	105	220	106	106	106
长期负债	40	272	272	272	272
长期借款	0	0	0	0	0
其他	40	272	272	272	272
负债合计	434	964	982	1149	1319
股本	133	231	231	231	231
资本公积金	1083	1261	1261	1261	1261
留存收益	831	1152	1480	1912	2429
少数股东权益	91	107	119	135	155
归属于母公司所有者权益	2047	2643	2972	3403	3921
负债及权益合计	2572	3714	4073	4688	5395

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	367	338	313	382	489
净利润	322	369	422	529	640
折旧摊销	33	35	48	51	54
财务费用	11	(36)	(6)	(11)	(14)
投资收益	(29)	(23)	(102)	(102)	(102)
营运资金变动	28	(1)	(54)	(96)	(99)
其它	1	(6)	5	11	11
投资活动现金流	(23)	(229)	2	2	2
资本支出	(163)	(325)	(100)	(100)	(100)
其他投资	140	96	102	102	102
筹资活动现金流	(46)	167	(189)	(71)	(89)
借款变动	(19)	(313)	(114)	0	0
普通股增加	0	97	0	0	0
资本公积增加	0	178	0	0	0
股利分配	(20)	(60)	(81)	(82)	(103)
其他	(7)	265	6	11	14
现金净增加额	299	276	126	313	403

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1468	1800	2338	3001	3680
营业成本	1044	1348	1723	2200	2687
营业税金及附加	7	6	8	11	13
营业费用	38	40	51	66	81
管理费用	86	95	117	150	184
研发费用	20	27	34	44	54
财务费用	7	(43)	(6)	(11)	(14)
资产减值损失	(3)	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	4	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	84	103	80	80	80
投资收益	29	23	23	23	23
营业利润	380	448	512	643	777
营业外收入	7	3	3	3	3
营业外支出	5	6	6	6	6
利润总额	381	445	509	640	775
所得税	59	76	87	111	135
少数股东损益	13	11	13	16	19
归属于母公司净利润	309	358	409	513	620

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	37%	23%	30%	28%	23%
营业利润	60%	18%	14%	26%	21%
归母净利润	59%	16%	14%	25%	21%
获利能力					
毛利率	28.8%	25.1%	26.3%	26.7%	27.0%
净利率	21.1%	19.9%	17.5%	17.1%	16.9%
ROE	16.2%	15.3%	14.6%	16.1%	16.9%
ROIC	16.1%	13.2%	14.0%	15.6%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	16.9%	26.0%	24.1%	24.5%	24.5%
净负债比率	1.3%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.8	3.5	3.9	3.8	3.8
速动比率	4.8	3.5	3.9	3.8	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	66.9	167.9	267.5	387.6	379.9
应收账款周转率	4.6	3.6	3.2	3.3	3.2
应付账款周转率	4.2	3.6	3.2	3.2	3.2
每股资料(元)					
EPS	1.34	1.55	1.77	2.23	2.69
每股经营净现金	1.59	1.47	1.36	1.66	2.12
每股净资产	8.88	11.46	12.89	14.76	17.00
每股股利	0.26	0.35	0.35	0.45	0.54
估值比率					
PE	19.0	16.4	14.4	11.5	9.5
PB	2.9	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.4	13.6	10.6	8.6	7.2

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。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

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。