

爱柯迪（600933）2023年一季报点评

## 多因素致表观业绩承压，拆解后实际经营性仍向好

### 事项:

❖ 公司发布2023年一季报，营收12.57亿元、同比+39%、环比+1%，归母净利润1.69亿元、同比+1倍、环比-30%，扣非净利1.53亿元、同比+1.4倍、环比-26%。

### 评论:

❖ **营收连续7个季度新高。**公司1Q实现营收12.57亿元、同比+39%、环比+1%，营收连续7个季度新高，1Q国内乘用车批发同比-7%、环比-22%，海外轻型车销量同比+11%、环比+4%，对冲国内下滑，同时新能源三电等中大件项目放量，产品结构改善、单车价值量提升也带动收入增长。

❖ **1Q表观业绩低于预期，但实际经营性环比向好。**1Q归母净利润1.69亿元、同比+1倍、环比-30%，低于预期，扣非净利1.53亿元、同比+1.4倍、环比-26%，净利率14.0%、同比+4.1PP、环比-6.0PP，其中：

1) **毛利率继续提升：**29.6%、同比+6.3PP、环比+0.1PP，大件占比提升背景下毛利率依然提升，运费延续去年的下降趋势，预计占比约6成的海外毛利率将继续改善（去年外销毛利率24%、内销30%，正常年份外销毛利率约等于或略高于内销）；

2) **销管研费用控制良好：**三费率13.4%、同比-0.7PP、环比+3.2PP，环比变动主要受财务费用影响。

❖ **通过拆解1Q环比业绩大变动，我们认为经营性表现环比并没有下滑。**若归母净利润剔除汇兑损益、可转债相关费用、非经损益、所得税一次性影响等因素，则对应4Q22净利1.62亿元、1Q23 1.78亿元，环比+0.15亿元，环比表现甚至还有提升（当然这里没有考虑费用变化后最终所得税的进一步影响）：

1) **财务费用：**1Q财务费用0.13亿、同比+0.04亿、环比+0.39亿。其中：

① **可转债相关费用影响0.15亿：**可转债以摊余成本对应付债券进行初始及后续计量，相关成本0.15亿于1Q确认；

② **估计汇兑损益影响0.27亿：**4Q人民币兑美元环比升值2%、兑欧元贬值6%，而1Q兑美元、欧元环比变动分别都在1%以内，估计1Q汇兑基本盈亏平衡，4Q财务费用为-0.27亿，估计主要为汇兑收益，则环比影响约0.27亿；

2) **非经影响0.25亿：**非经中公允价值&投资收益1Q收益0.07亿、4Q收益0.31亿、环比大致-0.25亿；

3) **一次性所得税影响0.21亿：**4Q一次性税收优惠政策增厚利润0.21亿，Q1恢复正常为0，环比-0.21亿。

❖ **发布12亿定增预案，产能扩张加快。**1) **墨西哥二期：**拟定增募资12亿元全部投入墨西哥新工厂建设，将新增新能源结构件175万件/年、三电零部件75万件/年产能，按1:1.5投入产出比算大致对应18亿新增产值。2) **墨西哥自建一期：**1Q23完成从原租赁基地的设备搬迁，2Q投产。3) **马鞍山一期：**270亩已于3M23开工，预计2H24竣工交付，定位新能源三电及汽车结构件项目，另有约160亩土地预留二期；4) **马来西亚：**6M22购入工业用地60亩，拟建设铝合金生产基地，同时规划压铸产能，产品用于直接出口美国，项目计划于4M23动工，1H24竣工。

❖ **继续看好公司往中大件发展的主动战略转型：**

1) **中小件隐形冠军具备规模、管理综合优势。**公司此前主要产品是雨刮、转向系统壳体等铝压铸小件，典型单车价值量为0.5k-1.0k水平。一方面，爱柯迪拥有零部件“超市”供应能力，传统中小件领域格局逐步往头部集中，公司近10年规模增速始终高于全球汽车行业10PP+，预计未来在中小件仍可维持；另一方面，公司精益的管理能力助力公司在每年近2亿件出货量的背景下实现盈利水平高于行业平均5PP+。

## 强推（维持）

目标价：28.0元

当前价：19.13元

华创证券研究所

证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

证券分析师：夏凉

电话：021-20572532

邮箱：xialiang@hcyjs.com

执业编号：S0360522030001

联系人：李昊岚

邮箱：lihaolan@hcyjs.com

### 公司基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股)     | 88,326.39   |
| 已上市流通股(万股)  | 88,326.39   |
| 总市值(亿元)     | 168.97      |
| 流通市值(亿元)    | 168.97      |
| 资产负债率(%)    | 44.42       |
| 每股净资产(元)    | 6.21        |
| 12个月内最高/最低价 | 25.72/10.78 |

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《爱柯迪（600933）2022年报点评：全年业绩翻倍，继续看好中大件主动转型》

2023-03-23

《爱柯迪（600933）2022年报预告点评：4Q业绩超预期，继续看好中大件主动转型》

2023-01-30

《爱柯迪（600933）2022年三季报点评：3Q营收净利双新高，高业绩预期验证》

2022-10-28

2) **中大件主动转型步伐加快。**电动化催生大吨位压铸等新赛道，在短期内，三电系统替换发动机系统估计将带来 1.5k-2.5k 铝铸件单车价值量提升，而长期看，由轻量化需求带来的减震塔、纵梁、一体化压铸后地板等车身结构件的铝代钢有望推动单车铝铸件价值量往上万元飞跃。在中小件底盘业务稳定增长的背景下，公司主动转型新能源三电及结构件产品并已实现产品量产。公司 2022 年新能源汽车产品收入占比约 20%，新能源新项目寿命期内预计新增收入占比约 70%，其中三电系统、智能驾驶系统、热管理系统、车身结构件分别占 40%、12%、10%、5%，2023 年有望提前实现 2025 年 30% 新能源营收占比目标，转型进一步提速。

- ❖ **投资建议：**公司 1Q23 营收连续 7 个季度新高，表观业绩受汇兑损益、可转债相关费用、非经损益、所得税一次性影响等因素影响承压，但经过详细拆解后，实际经营性环比仍向好。另外公司从小件到大件的主动战略转型及墨西哥扩产战略有望强化公司中长期成长展望。公司新能源订单有望在未来 1-2 年快速放量，2022 年盈利水平前低后高，2023-2024 年有望保持较高的业绩增速。根据 2023 年一季报，我们将公司 2023-2025 年归母净利润预期由 8.56 亿、10.65 亿、13.46 亿元调整为 8.26 亿、10.47 亿、13.00 亿元，增速对应+27%、+27%、+24%，对应当前 PE 20.5 倍、16.1 倍、13.0 倍。表观业绩低于预期带来短期估值压力，但公司高经营性表现依然有望展现强  $\alpha$ ，我们维持公司 2023 年目标 PE 30 倍，目标价相应调整为 28.0 元，对应 2023 年 PB 4.1 倍。维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**汇率、原材料涨价、运费等成本端影响、新品类扩张不及预期、行业销量不及预期等。

#### 主要财务指标

|           | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万) | 4,265  | 5,656 | 7,315 | 9,329 |
| 同比增速(%)   | 33.1%  | 32.6% | 29.3% | 27.5% |
| 归母净利润(百万) | 649    | 826   | 1,047 | 1,300 |
| 同比增速(%)   | 109.3% | 27.3% | 26.8% | 24.2% |
| 每股盈利(元)   | 0.73   | 0.93  | 1.19  | 1.47  |
| 市盈率(倍)    | 26     | 20    | 16    | 13    |
| 市净率(倍)    | 3.1    | 2.8   | 2.5   | 2.2   |

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2022A        | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金           | 2,514        | 1,883         | 1,468         | 1,606         |
| 应收票据           | 35           | 0             | 0             | 0             |
| 应收账款           | 1,345        | 1,783         | 2,306         | 2,941         |
| 预付账款           | 90           | 116           | 150           | 192           |
| 存货             | 862          | 1,109         | 1,434         | 1,875         |
| 合同资产           | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产         | 361          | 456           | 590           | 752           |
| 流动资产合计         | 5,207        | 5,347         | 5,948         | 7,366         |
| 其他长期投资         | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资         | 8            | 8             | 8             | 8             |
| 固定资产           | 2,689        | 3,416         | 3,779         | 3,885         |
| 在建工程           | 243          | 343           | 443           | 343           |
| 无形资产           | 441          | 402           | 492           | 448           |
| 其他非流动资产        | 1,336        | 1,450         | 1,554         | 1,652         |
| 非流动资产合计        | 4,717        | 5,619         | 6,276         | 6,336         |
| <b>资产合计</b>    | <b>9,924</b> | <b>10,966</b> | <b>12,224</b> | <b>13,702</b> |
| 短期借款           | 1,290        | 1,290         | 1,290         | 1,290         |
| 应付票据           | 114          | 271           | 318           | 336           |
| 应付账款           | 472          | 551           | 714           | 897           |
| 预收款项           | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 合同负债           | 2            | 3             | 4             | 5             |
| 其他应付款          | 12           | 12            | 13            | 13            |
| 一年内到期的非流动负债    | 12           | 12            | 12            | 12            |
| 其他流动负债         | 198          | 285           | 357           | 452           |
| 流动负债合计         | 2,100        | 2,424         | 2,708         | 3,005         |
| 长期借款           | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 应付债券           | 1,447        | 1,447         | 1,447         | 1,447         |
| 其他非流动负债        | 763          | 720           | 748           | 779           |
| 非流动负债合计        | 2,210        | 2,167         | 2,195         | 2,226         |
| <b>负债合计</b>    | <b>4,310</b> | <b>4,591</b>  | <b>4,903</b>  | <b>5,231</b>  |
| 归属母公司所有者权益     | 5,413        | 6,036         | 6,824         | 7,796         |
| 少数股东权益         | 201          | 339           | 497           | 675           |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>5,614</b> | <b>6,375</b>  | <b>7,321</b>  | <b>8,471</b>  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>9,924</b> | <b>10,966</b> | <b>12,224</b> | <b>13,702</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E        |
|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>647</b>    | <b>853</b>    | <b>993</b>    | <b>1,095</b> |
| 现金收益           | 1,090         | 1,386         | 1,730         | 2,088        |
| 存货影响           | -95           | -248          | -325          | -441         |
| 经营性应收影响        | -611          | -421          | -542          | -660         |
| 经营性应付影响        | 225           | 236           | 212           | 201          |
| 其他影响           | 38            | -101          | -82           | -93          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1,620</b> | <b>-1,271</b> | <b>-1,138</b> | <b>-603</b>  |
| 资本支出           | -1,460        | -1,320        | -1,211        | -699         |
| 股权投资           | -1            | 0             | 0             | 0            |
| 其他长期资产变化       | -159          | 49            | 73            | 96           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>2,082</b>  | <b>-213</b>   | <b>-270</b>   | <b>-354</b>  |
| 借款增加           | 1,942         | 0             | 0             | 0            |
| 股利及利息支付        | -248          | -326          | -404          | -488         |
| 股东融资           | 238           | 238           | 238           | 238          |
| 其他影响           | 150           | -125          | -104          | -104         |

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

| 单位：百万元          | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业总收入</b>    | <b>4,265</b> | <b>5,656</b> | <b>7,315</b> | <b>9,329</b> |
| 营业成本            | 3,081        | 3,968        | 5,149        | 6,602        |
| 税金及附加           | 29           | 38           | 50           | 64           |
| 销售费用            | 64           | 79           | 99           | 126          |
| 管理费用            | 251          | 328          | 424          | 541          |
| 研发费用            | 205          | 271          | 344          | 438          |
| 财务费用            | -87          | -4           | -16          | 0            |
| 信用减值损失          | -24          | -18          | -30          | -30          |
| 资产减值损失          | -8           | -8           | -16          | -17          |
| 公允价值变动收益        | -4           | -3           | -10          | -7           |
| 投资收益            | 24           | 10           | 5            | 5            |
| 其他收益            | 30           | 7            | 7            | 7            |
| <b>营业利润</b>     | <b>741</b>   | <b>962</b>   | <b>1,222</b> | <b>1,517</b> |
| 营业外收入           | 6            | 6            | 6            | 7            |
| 营业外支出           | 5            | 4            | 6            | 6            |
| <b>利润总额</b>     | <b>742</b>   | <b>964</b>   | <b>1,222</b> | <b>1,518</b> |
| 所得税             | 68           | 106          | 134          | 167          |
| <b>净利润</b>      | <b>674</b>   | <b>858</b>   | <b>1,088</b> | <b>1,351</b> |
| 少数股东损益          | 25           | 32           | 41           | 51           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>649</b>   | <b>826</b>   | <b>1,047</b> | <b>1,300</b> |
| NOPLAT          | 595          | 855          | 1,074        | 1,351        |
| EPS(摊薄) (元)     | 0.73         | 0.93         | 1.19         | 1.47         |

**主要财务比率**

|                | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 33.1%  | 32.6% | 29.3% | 27.5% |
| EBIT 增长率       | 50.6%  | 46.5% | 25.6% | 25.8% |
| 归母净利润增长率       | 109.3% | 27.3% | 26.8% | 24.2% |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |
| 毛利率            | 27.8%  | 29.8% | 29.6% | 29.2% |
| 净利率            | 15.8%  | 15.2% | 14.9% | 14.5% |
| ROE            | 12.0%  | 13.7% | 15.3% | 16.7% |
| ROIC           | 8.1%   | 10.9% | 12.4% | 14.0% |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |
| 资产负债率          | 43.4%  | 41.9% | 40.1% | 38.2% |
| 债务权益比          | 62.6%  | 54.4% | 47.8% | 41.7% |
| 流动比率           | 2.5    | 2.2   | 2.2   | 2.5   |
| 速动比率           | 2.1    | 1.7   | 1.7   | 1.8   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.4    | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 应收账款周转天数       | 91     | 100   | 101   | 101   |
| 应付账款周转天数       | 43     | 46    | 44    | 44    |
| 存货周转天数         | 95     | 89    | 89    | 90    |
| <b>每股指标(元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益           | 0.73   | 0.93  | 1.19  | 1.47  |
| 每股经营现金流        | 0.73   | 0.97  | 1.12  | 1.24  |
| 每股净资产          | 6.13   | 6.83  | 7.73  | 8.83  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |
| P/E            | 26     | 20    | 16    | 13    |
| P/B            | 3      | 3     | 3     | 2     |
| EV/EBITDA      | 17     | 13    | 11    | 9     |

## 汽车组团队介绍

### 组长、首席分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020年加入华创证券研究所。

### 研究员：陈佳敏

上海财经大学金融硕士。2021年加入华创证券研究所。

### 研究员：李昊岚

伦敦大学学院金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区      | 姓名  | 职务             | 办公电话              | 企业邮箱                    |
|---------|-----|----------------|-------------------|-------------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监  | 010-63214682      | zhangyujie@hcyjs.com    |
|         | 张菲菲 | 北京机构副总监        | 010-63214682      | zhangfeifei@hcyjs.com   |
|         | 刘懿  | 副总监            | 010-63214682      | liuyi@hcyjs.com         |
|         | 侯春钰 | 资深销售经理         | 010-63214682      | houchunyu@hcyjs.com     |
|         | 侯斌  | 资深销售经理         | 010-63214682      | houbin@hcyjs.com        |
|         | 过云龙 | 高级销售经理         | 010-63214682      | guoyunlong@hcyjs.com    |
|         | 蔡依林 | 高级销售经理         | 010-66500808      | caiyilin@hcyjs.com      |
|         | 刘颖  | 高级销售经理         | 010-66500821      | liuying5@hcyjs.com      |
|         | 顾翎蓝 | 高级销售经理         | 010-63214682      | gulinglan@hcyjs.com     |
|         | 车一哲 | 销售经理           |                   | cheyizhe@hcyjs.com      |
| 深圳机构销售部 | 张娟  | 副总经理、深圳机构销售总监  | 0755-82828570     | zhangjuan@hcyjs.com     |
|         | 汪丽燕 | 高级销售经理         | 0755-83715428     | wangliyan@hcyjs.com     |
|         | 张嘉慧 | 高级销售经理         | 0755-82756804     | zhangjiahui1@hcyjs.com  |
|         | 董姝彤 | 销售经理           | 0755-82871425     | dongshutong@hcyjs.com   |
|         | 巢莫雯 | 销售经理           | 0755-83024576     | chaomowen@hcyjs.com     |
|         | 王春丽 | 销售经理           | 0755-82871425     | wangchunli@hcyjs.com    |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536      | xucaixia@hcyjs.com      |
|         | 官逸超 | 上海机构销售副总监      | 021-20572555      | guanyichao@hcyjs.com    |
|         | 黄畅  | 上海机构销售副总监      | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com    |
|         | 吴俊  | 资深销售经理         | 021-20572506      | wujun1@hcyjs.com        |
|         | 张佳妮 | 高级销售经理         | 021-20572585      | zhangjianie@hcyjs.com   |
|         | 邵婧  | 高级销售经理         | 021-20572560      | shaojing@hcyjs.com      |
|         | 蒋瑜  | 高级销售经理         | 021-20572509      | jiangyu@hcyjs.com       |
|         | 施嘉玮 | 高级销售经理         | 021-20572548      | shijiawei@hcyjs.com     |
|         | 朱涨雨 | 销售助理           | 021-20572573      | zhuzhangyu@hcyjs.com    |
|         | 李凯月 | 销售助理           |                   | likaiyue@hcyjs.com      |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监       | 0755-82756805     | duanjiayin@hcyjs.com    |
|         | 周玮  | 销售经理           |                   | zhouwei@hcyjs.com       |
|         | 王世韬 | 销售经理           |                   | wangshitao1@hcyjs.com   |
| 私募销售组   | 潘亚琪 | 总监             | 021-20572559      | panyaqi@hcyjs.com       |
|         | 汪子阳 | 副总监            | 021-20572559      | wangziyang@hcyjs.com    |
|         | 江赛专 | 资深销售经理         | 0755-82756805     | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
|         | 汪戈  | 高级销售经理         | 021-20572559      | wangge@hcyjs.com        |
|         | 宋丹琦 | 销售经理           | 021-25072549      | songdanyu@hcyjs.com     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 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。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部  | 广深分部  | 上海分部  |
|---|---|---|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A<br>邮编: 100033<br>传真: 010-66500801<br>会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际<br>商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518034<br>传真: 0755-82027731<br>会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号<br>花旗大厦 12 层<br>邮编: 200120<br>传真: 021-20572500<br>会议室: 021-20572522 |