

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

乘新能源汽车崛起东风，研发+制造双轮驱动

股票数据

05月04日收盘价(元)	11.93
52周股价波动(元)	10.80-21.56
总股本/流通A股(百万股)	501/479
总市值/流通市值(百万元)	5982/5717

相关研究
市场表现


指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.9	-9.5	-2.8
相对涨幅(%)	2.7	-7.1	-0.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘一鸣

Tel: (021)23154145

Email: lym15114@haitong.com

证书: S0850522120003

分析师: 房乔华

Tel: 021-23219807

Email: fqh12888@haitong.com

证书: S0850522030001

分析师: 张觉尹

Tel: 021-23185705

Email: zjy15229@haitong.com

证书: S0850523020001

投资要点:

- 公司发布 2022 年年报，多不利因素致研发设计业务阶段探底，市场开拓值得期待。** 2022 年全年公司实现营收 9.47 亿元，同比-25.56%，归母净利润 0.81 亿元，同比-60.62%，毛利率为 31.54%，净利率为 6.93%，其中分单季度看，2022Q4 营收 2.69 亿元，环比+60.61%，净利润-0.13 亿元，同环比均由盈转亏。2022 年公司整车设计收入 8.14 亿元，同比-32.03%，其中来自新能源汽车整车设计收入 6.9 亿元，占整车设计收入的比重为 84.82%，核心零部件业务收入 1.29 亿元，同比增长 99.45%。2022 年公司营收和净利润均明显下滑，我们判断主要受疫情等不利因素的影响，公司 2022 年整体营收及利润水平处于阶段性底部。2022 年公司研发业务新签订单额约 10.5 亿元，截至 2022 年底在手订单额约 20.1 亿元，我们认为随着疫情等不利因素的逐步减弱，公司海内外新订单有望陆续落地，后续市场开拓空间广阔。
- 公司发布 2023 年一季报，2023Q1 公司营收环比下滑，净利润环比扭亏。** 2023Q1 公司实现营收 2.38 亿元，同比+12.5%，环比-11.58%，归母净利润 0.26 亿元，同比+1.84%，环比扭亏；毛利率为 36.66%，环比+21.1pct，净利率为 11.12%，环比扭亏，盈利能力环比显著修复，我们认为 Q1 营收环比下滑主要由于公司设计业务模式下订单确认收入的时点存在季节性波动。
- 研发+制造双轮驱动，新能源汽车高速发展打开广阔空间。** 公司采用汽车设计业务+零部件双轮驱动的业务模式，在汽车设计业务方面，主要包含多级别乘用车、商用、固定用途/特殊场景专用新能源汽车及燃油汽车、新能源汽车平台、商用车平台、滑板底盘等全流程研发业务，是我国首家在 A 股上市的独立全栈式汽车研发解决方案供应商，公司在 20 余年的发展过程中已为超过 80 家客户成功研发接近 400 款车型项目案例，客户涵盖自主品牌、合资品牌及造车新势力等各类型主机厂的燃油车和新能源车型，同时公司拥有国际化视野，海外市场拓展优势明显，我们认为新能源汽车在近年来的快速崛起有望带来大量的委外研发需求，公司有望在全球范围内获得广阔的市场。在零部件业务方面，公司主要产品包括电磁式 DHT、电磁离合器模块、减速器、四合一动力总成、V6 发动机等汽车核心零部件，其中 2022 年 6 月下线的电磁式 DHT 是全球首个单档电磁式 DHT，我们判断随着客户已量产车型的销量提升以及更多搭载公司现有及新产品的车型陆续上市，2023 年起公司核心零部件制造业务将进入加速爬坡期，业绩贡献率也将进一步提升。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.09/2.93/3.69 亿元，EPS 分别为 0.42/0.58/0.74 元，参考同行业公司估值水平，给予其 2023 年 30-35 倍 PE，对应合理价值区间为 12.6-14.7 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 汽车行业景气度下行；新能源汽车渗透率不及预期；项目进度不及预期；新客户开拓不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	1272	947	1466	1994	2505
(+/-)YoY(%)	55.0%	-25.6%	54.8%	36.0%	25.6%
净利润(百万元)	205	81	209	293	369
(+/-)YoY(%)	85.1%	-60.6%	158.8%	40.0%	25.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.41	0.16	0.42	0.58	0.74
毛利率(%)	37.3%	31.5%	35.2%	34.4%	34.0%
净资产收益率(%)	8.2%	3.3%	8.2%	10.3%	11.5%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

主要盈利预测假设：

公司采用汽车设计业务+零部件双轮驱动的业务模式，是以整车及整车平台全流程研发、核心零部件研发制造、新能源智能化平台开发为载体的前瞻技术驱动型科技创新企业，正在以全球汽车市场未来需求为导向，在汽车关键技术、核心产品及前瞻解决方案、国际市场发展等方面逐步构建国际化高壁垒生态闭环。公司是我国首家在 A 股上市的独立全栈式汽车研发解决方案供应商，在 20 余年的发展中也已为超过 80 家客户成功研发接近 400 款车型项目案例，客户涵盖自主品牌、合资品牌及造车新势力等各类型主机厂的燃油车和新能源车型，同时公司拥有国际化视野，海外市场拓展优势明显。从中长期看，我们认为随着新能源汽车在近年来的快速崛起，公司有望打开广阔成长空间，基于此我们对公司重要业务的判断如下：

1、整车研发设计业务是公司的传统业务，分为新能源汽车设计研发和燃油车设计研发两类订单，其中 2022 年公司整车设计收入 8.14 亿元中来自新能源汽车整车设计收入为 6.9 亿元，占整车设计收入的比重为 84.82%，2022 年研发业务新签订单额约 10.5 亿元，截至 2022 年底在手订单额约 20.1 亿元，截至 2022 年年报披露日，公司在手订单额约 18.9 亿元，处于近年来较低水平，我们认为考虑到 2022 年公司业绩受疫情影响较大，随着疫情等不利因素的逐步减弱，公司海内外新订单有望陆续落地，并且新能源汽车在近年来的快速崛起有望带来大量的委外研发需求，公司有望在全球范围内获得广阔的市场，假设新能源汽车设计业务 2023-2025 年营收增速分别为 60%/30%/20%，毛利率为 39.0%/39.4%/39.4%，燃油车设计业务 2023-2025 年营收增速分别为 -20%/-10%/-10%，毛利率为 35.0%/35.0%/35.0%。

2、公司核心零部件业务主要包括电磁式 DHT、电磁离合器模块、减速器、四合一动力总成、V6 发动机等汽车核心零部件，其中 2022 年 6 月下线的电磁式 DHT 是全球首个单档电磁式 DHT，我们判断随着客户已量产车型的销量提升以及更多搭载公司现有及新产品的车型陆续上市，2023 年起公司核心零部件制造业务将进入加速爬坡期，业绩贡献率也将进一步提升；在产品布局方面，公司研发的面向下一代的集成式纯电动“四合一”动力系统平台，采用了全新的电子电气架构和多项关键技术，集成了电机、减速器、电机控制器和整车控制器，概念样机已在 2022 年广州国际车展亮相展出，截至 2022 年底，该产品已完成功能及性能样机的试制及试验验证工作，并完成了目标车型的搭载及测试工作，性能均达到预期设定指标；在出口方面，公司以体系化平台优势，推动以“技术+供应链”模式实现公司海外战略的落地，我们预计相关战略有望为公司带来零部件出口的新增量机会。综上，我们假设核心零部件业务 2023-2025 年营收增速分别为 100%/80%/50%，毛利率为 18.0%/18.0%/20.0%。

基于上述假设，我们预测公司 2023-2025 年营收增速分别为 54.8%/36.0%/25.6%，毛利率分别为 35.2%/34.4%/34.0%。

表 1 公司营收、毛利率和归母净利润情况预测

		2022	2023E	2024E	2025E
新能源汽车设计	营业收入 (百万元)	690.1	1104.2	1435.5	1722.6
	YOY	-31.6%	60.0%	30.0%	20.0%
	毛利率 (%)	36.14	39.03	39.42	39.42
燃油汽车整车设计	营业收入 (百万元)	123.5	98.8	89.0	80.1
	YOY	-34.1%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率 (%)	33.98	35.00	35.00	35.00
零部件	营业收入 (百万元)	128.6	257.2	463.0	694.4
	YOY	99.5%	100.0%	80.0%	50.0%
	毛利率 (%)	3.07	18.00	18.00	20.00
其他主营业务及其他业务	营业收入 (百万元)	4.85	5.82	6.98	8.38
	YOY	-54.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率 (%)	69.55	69.55	68.16	66.80
阿尔特合计	营业总收入 (百万元)	947.1	1466.1	1994.4	2505.5
	YOY	-25.6%	54.8%	36.0%	25.6%
	营业成本 (百万元)	648.4	950.2	1309.3	1653.9
	YOY	-18.7%	46.5%	37.8%	26.3%
	毛利率 (%)	31.54	35.19	34.35	33.99
	归母净利润 (百万元)	80.9	209.3	293.2	369.1
	YOY	-61%	159%	40%	26%

资料来源: 2022 年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E
601689.SH	拓普集团	1.54	2.16	2.98	33	24	17	4.7
601799.SH	星宇股份	3.30	4.32	5.76	33	25	19	3.5
002920.SZ	德赛西威	2.13	2.89	3.97	48	35	26	8.9
	平均值	2.32	3.12	4.24	38	28	21	5.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2023 年 5 月 4 日价格, EPS 为 wind 一致预期

风险提示。汽车行业景气度下行; 新能源汽车渗透率不及预期; 项目进度不及预期; 新客户开拓不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	947	1466	1994	2505
每股收益	0.16	0.42	0.58	0.74	营业成本	648	950	1309	1654
每股净资产	4.84	5.10	5.68	6.42	毛利率%	31.5%	35.2%	34.4%	34.0%
每股经营现金流	0.10	0.53	0.71	0.99	营业税金及附加	3	4	6	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	39	59	70	80
P/E	73.96	28.58	20.41	16.21	营业费用率%	4.1%	4.0%	3.5%	3.2%
P/B	2.47	2.34	2.10	1.86	管理费用	103	139	187	233
P/S	6.32	4.08	3.00	2.39	管理费用率%	10.9%	9.5%	9.4%	9.3%
EV/EBITDA	26.13	14.42	12.25	9.71	EBIT	102	270	354	442
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	11	8	11	10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.2%	0.6%	0.6%	0.4%
毛利率	31.5%	35.2%	34.4%	34.0%	资产减值损失	-2	-2	0	0
净利润率	8.5%	14.3%	14.7%	14.7%	投资收益	27	7	10	13
净资产收益率	3.3%	8.2%	10.3%	11.5%	营业利润	88	236	341	433
资产回报率	2.4%	6.0%	7.5%	8.4%	营业外收支	0	1	0	0
投资回报率	2.6%	7.5%	8.7%	9.8%	利润总额	89	237	341	433
盈利增长 (%)					EBITDA	199	404	468	567
营业收入增长率	-25.6%	54.8%	36.0%	25.6%	所得税	23	36	59	78
EBIT 增长率	-53.2%	165.5%	30.9%	25.0%	有效所得税率%	26.0%	15.0%	17.4%	18.0%
净利润增长率	-60.6%	158.8%	40.0%	25.9%	少数股东损益	-15	-8	-11	-14
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	81	209	293	369
资产负债率	24.5%	24.3%	25.1%	25.6%					
流动比率	4.49	4.37	3.85	3.58	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.24	3.07	2.65	2.60	货币资金	714	572	675	902
现金比率	1.64	1.25	1.14	1.22	应收账款及应收票据	332	376	404	501
经营效率指标					存货	454	494	595	600
应收账款周转天数	101.71	85.00	70.00	65.00	其它流动资产	458	560	606	636
存货周转天数	215.98	180.00	150.00	130.00	流动资产合计	1958	2002	2279	2640
总资产周转率	0.28	0.43	0.54	0.60	长期股权投资	134	139	167	195
固定资产周转率	4.39	5.39	6.26	7.05	固定资产	244	300	337	373
					在建工程	4	9	19	29
					无形资产	224	274	324	378
					非流动资产合计	1378	1484	1624	1762
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3335	3486	3902	4402
净利润	81	209	293	369	短期借款	12	27	37	42
少数股东损益	-15	-8	-11	-14	应付票据及应付账款	179	173	231	283
非现金支出	118	151	120	130	预收账款	0	1	1	1
非经营收益	29	12	11	9	其它流动负债	245	258	324	412
营运资金变动	-165	-96	-55	2	流动负债合计	436	458	593	738
经营活动现金流	48	268	358	496	长期借款	2	3	3	3
资产	-156	-215	-208	-218	其它长期负债	381	386	386	386
投资	253	-105	-27	-28	非流动负债合计	383	389	389	389
其他	18	-13	-10	-7	负债总计	819	847	981	1127
投资活动现金流	115	-333	-246	-254	实收资本	501	501	501	501
债权募资	-27	21	10	5	归属于母公司所有者权益	2427	2557	2850	3219
股权募资	30	0	0	0	少数股东权益	90	82	71	57
其他	-174	-98	-20	-20	负债和所有者权益合计	3335	3486	3902	4402
融资活动现金流	-171	-77	-10	-15					
现金净流量	-7	-142	102	228					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘一鸣 汽车行业
房乔华 汽车行业
张觉尹 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中鼎股份,伯特利,长城汽车,中国重汽,欣锐科技,拓普集团,瑞鹄模具,华依科技,潍柴动力,保隆科技,奥福环保,比亚迪,敏实集团,文灿股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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,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波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。