

2023年04月25日

# 业绩短期承压 一体压铸先行

## 文灿股份(603348)系列点评二十六

### 事件概述

公司发布 2022 年报：2022 年实现营收 52.3 亿元，同比+27.2%；归母净利润 2.4 亿元，同比+144.5%，扣非归母净利润 2.6 亿元，同比+196.9%。其中 2022Q4 实现营收 13.4 亿元，同比+17.0%，环比-7.3%；归母净利润-0.2 亿元，同比-174.3%，环比-117.2%，扣非归母净利润 0.1 亿元，同比-45.8%，环比-89.5%。

同时发布 2023 一季报：2023Q1 实现营收 12.7 亿元，同比+2.3%，环比-7.3%；归母净利润 0.03 亿元，同比-96.8%，环比扭亏为盈，扣非归母净利润 0.02 亿元，同比-96.8%，环比扭亏为盈。

### 分析判断：

#### ► 新能源占比持续提升 百炼整合成效渐显

公司 2022 年营收 52.3 亿元，同比+27.2%，其中：1) 本部：2022 年实现营收 25.8 亿元，同比+34.6%，我们判断表现好于行业主要受益于蔚来等新能源客户贡献增量，其中应用于新能源汽车的产品营收达 12.7 亿元，同比+75.0%，占比提升至 50.8% (2021 年为 37.8%)，预计随着更多新能源定点的逐步量产，持续高增可期；2) 法国百炼：2022 年营收 26.4 亿元，同比+20.7%，我们判断同比增长主要受益公司整合成效渐显，已在法国百炼集团的墨西哥工厂导入高压铸造产线，利用双方优势加快北美客户铝压铸定点产品交付，同时公司计划明年将在法国百炼集团匈牙利工厂导入超大型一体化高压铸造产线，进一步提升公司在欧洲的高压铸造服务能力。

2023Q1 营收 12.7 亿元，同比+2.3%，环比-7.3%，我们判断环比下降主因国内汽车产业及全球车厂竞争加剧，年初以来的新能源汽车降价和 3 月份的整车促销潮又引发消费者短暂观望情绪，叠加部分客户车型平台更新换代等原因，公司新能源汽车客户一季度排产量不及预期。

#### ► 毛利率短期承压 费用合理管控

公司 2022 年毛利率达 18.5%，同比基本持平，其中 2022Q4 毛利率为 15.9%，同比-3.0pct，环比-5.2pct，我们判断同环比显著下滑主要受产能利用率下降叠加产品结构变化影响。2023Q1 毛利率达 14.3%，同比-5.1pct，环比-1.6pct，同环比继续承压，我们判断主要受国内新能源排产不及预期叠加百

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	42.96
股票代码：	603348
52 周最高价/最低价：	99.0/29.53
总市值(亿)	113.21
自由流通市值(亿)	112.20
自由流通股数(百万)	261.17



#### 分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006  
联系电话：

#### 分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522120001  
联系电话：

#### 相关研究

- 【华西汽车】文灿股份(603348)系列点评二十五：携手蔚来 一体压铸引领行业 2023.03.26
- 【华西汽车】文灿股份(603348)系列点评二十四：再购大吨位设备 一体压铸引领行业 2023.03.17
- 【华西汽车】文灿股份(603348)系列点评二十三：一体压铸再获定点 持续引领行业 2023.03.13

炼人工成本增加等的影响，预计随着新能源客户排产增加以及百炼产能爬坡，毛利率有望改善。

费用方面，2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.4%、5.4%、3.1%、1.3%，分别同比 +0.2pct、-1.6pct、+0.1pct、-0.6pct，费用合理管控，整合效果逐步显现，有望进一步提质增效。2023Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.2%、6.2%、3.1%、1.7%，分别同比 +0.3pct、+1.1pct、+0.5pct、-0.0pct，环比 -1.3pct、+0.8pct、-0.5pct、+0.2pct，我们判断管理费用率增加主因折旧摊销费用增加，财务费用主因利息支出增加叠加汇率波动影响。

### ► 一体压铸获多个定点 持续引领行业

公司一直致力于大型一体化车身结构件产品的研发，经过多年在车身结构件领域的量产经验和技術积累，公司近年来已经获得多个新能源汽车客户的多个一体化压铸产品定点，彰显了主机厂对公司在一体化压铸产品开发设计、技术质量、生产保障能力的认可，有望抢占更多份额。2022 年，公司 9000T 压铸机完成新势力客户定点的大型一体化产品试制及小批量交付，这是公司继 2021 年 11 月 6000T 压铸设备上首次完成半片式后地板的试制后，时隔不到半年内再次在一体化铸件领域取得突破，充分彰显公司在大型一体化产品领域的先发优势和快速响应能力。公司目前共有 6000T 压铸机 2 台、7000T 压铸机 1 台，9000T 压铸机 2 台。为了响应产业变革，2023 年，公司根据客户的项目定点和产品量产计划，继续新增采购多台大型压铸机，用于超大型一体化结构件及车身结构件的生产，进一步满足公司的产能需求。

### ► 积极拥抱新势力 未来轻量化龙头

**积极拥抱新势力，驱动业绩高成长。**公司是蔚来车身结构件核心供应商，配套全系车型，我们预估单车配套价值 3000 元以上。2022 年，公司获某客户汽车电池盒项目定点、某新能源汽车客户两款副车架项目定点和某客户包括电机壳在内的十个产品定点。此外，公司亦配套特斯拉、比亚迪、小鹏、理想等头部新能源车企，有望驱动业绩高成长。

**收购百炼，进军全球。**2019 年公司以约 1.4 亿欧元收购法国百炼集团 61.96% 的股权，并将以每股 38.18 欧元的价格对剩余股权发起强制要约收购。公司与百炼集团在生产工艺、产品线与客户等具有协同效应，借助百炼集团在欧洲、亚洲和北美的本地研发能力之后，全球化布局有望加速，有利于公司获取更多海外订单。

### 投资建议

公司是一体化压铸先行者，有望于电动智能变革中崛起成为轻量化龙头。考虑到公司积极拥抱头部新能源车企，收购百炼加速全球化，在手订单的逐步量产将驱动业绩高成长，考虑到预计下游车企竞争加剧及能源价格上涨等因素，调整盈利预测：预计公司 23-24 年营收由 69.4/88.9 亿元调为 61.4/80.4 亿元，归母净利润由 6.0/8.4 亿元调为 4.0/6.5 亿元，EPS 由

2.3/3.2 元调为 1.5/2.5 元，新增预计 2025 年营收和归母净利润分别为 101.2 亿元和 9.4 亿元，对应 EPS 为 3.6 元，对应 2023 年 4 月 25 日 42.96 元/股收盘价，PE 分别为 29/18/12 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格上涨；主要客户销量不及预期；新项目、新客户拓展不及预期；百炼集团整合效果不及预期；定增尚未实施等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,112	5,230	6,140	8,043	10,122
YoY (%)	58.0%	27.2%	17.4%	31.0%	25.8%
归母净利润(百万元)	97	238	396	647	939
YoY (%)	15.9%	144.5%	66.8%	63.2%	45.2%
毛利率 (%)	18.5%	18.5%	18.3%	19.8%	20.5%
每股收益 (元)	0.37	0.90	1.50	2.45	3.56
ROE	3.6%	7.8%	8.5%	9.9%	10.7%
市盈率	116.51	47.65	28.58	17.51	12.06

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,230	6,140	8,043	10,122	净利润	238	396	647	939
YoY (%)	27.2%	17.4%	31.0%	25.8%	折旧和摊销	400	1,643	292	292
营业成本	4,264	5,016	6,451	8,047	营运资金变动	-142	-140	-99	-157
营业税金及附加	23	27	36	45	经营活动现金流	580	2,023	1,017	1,253
销售费用	75	61	80	101	资本开支	-956	-4,715	-660	-660
管理费用	281	350	450	547	投资	0	0	0	0
财务费用	70	94	120	113	投资活动现金流	-973	-4,715	-660	-660
研发费用	160	175	217	263	股权募资	9	3	0	0
资产减值损失	-57	0	0	0	债务募资	1,224	3,131	80	-49
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	254	3,009	-97	-227
营业利润	314	440	718	1,043	现金净流量	-129	317	260	365
营业外收支	-50	0	0	0					
利润总额	264	440	718	1,043	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	26	44	71	104	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	238	396	647	939	营业收入增长率	27.2%	17.4%	31.0%	25.8%
归属于母公司净利润	238	396	647	939	净利润增长率	144.5%	66.8%	63.2%	45.2%
YoY (%)	144.5%	66.8%	63.2%	45.2%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.90	1.50	2.45	3.56	毛利率	18.5%	18.3%	19.8%	20.5%
					净利率	4.5%	6.5%	8.0%	9.3%
					总资产收益率 ROA	3.2%	3.2%	4.3%	5.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净资产收益率 ROE	7.8%	8.5%	9.9%	10.7%
货币资金	459	776	1,036	1,401	<b>偿债能力 (%)</b>				
预付款项	27	30	39	49	流动比率	0.87	0.56	0.65	0.75
存货	723	824	1,071	1,331	速动比率	<b>0.64</b>	<b>0.42</b>	<b>0.48</b>	<b>0.56</b>
其他流动资产	1,561	1,788	2,270	2,794	现金比率	0.14	0.13	0.15	0.19
流动资产合计	2,771	3,417	4,416	5,576	资产负债率	58.6%	62.1%	56.0%	50.4%
长期股权投资	0	0	0	0	<b>经营效率 (%)</b>				
固定资产	2,558	3,489	4,956	6,468	总资产周转率	0.71	0.50	0.54	0.57
无形资产	395	421	426	431					
非流动资产合计	4,580	8,863	10,485	12,152	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7,351	12,280	14,901	17,728	每股收益	0.90	1.50	2.45	3.56
短期借款	931	3,682	3,763	3,713	每股净资产	11.56	17.66	24.88	33.37
应付账款及票据	1,543	1,650	2,193	2,706	每股经营现金流	2.20	7.68	3.86	4.75
其他流动负债	704	786	884	1,008	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,177	6,119	6,839	7,427					
长期借款	788	1,168	1,168	1,168	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	339	339	339	339	PE	47.65	28.58	17.51	12.06
非流动负债合计	1,127	1,507	1,507	1,507	PB	4.98	2.43	1.73	1.29
负债合计	4,304	7,625	8,346	8,934					
股本	264	266	266	266					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,047	4,655	6,555	8,794					
负债和股东权益合计	7,351	12,280	14,901	17,728					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。