

斩获新能源客户大单，彰显优质供货能力

投资要点

- **事件:**公司于近期收到国内某知名新能源主机厂(客户)的多个《中标通知书》，公司成为客户的乘用车立柱总成、侧围总成等产品供应商，将为客户开发、生产乘用车立柱总成、侧围总成等产品。本次定点的客户产品均为新能源汽车项目，预计从2024年开始，生命周期5年，生命周期总金额为19亿元左右。
- **新能源汽车内饰业务里程碑式突破，客户结构进一步优化。**2022年，公司新能源板块业务营收比例达31.0%，同比提升6.5pp。新能源汽车客户方面，公司2022年已进入奔驰EQB、宝马EV、理想、蔚来、小鹏、集度、北汽ARCFOX、大众MEB、特斯拉、零跑、哪吒、华人运通、奇瑞新能源、英国捷豹路虎、北美ZOOX等国内外知名整车厂。公司凭借“从项目工程开发和设计，到模检具设计和制造、设备自动化解决方案、试验和验证以及成本优化方案”的一体化服务能力，在新能源车企先后获取了门板、主副仪表板、立柱、衣帽架、模检具等业务，单车价值量持续提升。此次定点的客户，是在原有新能源汽车客户的基础上，实现的又一次突破，使得公司在乘用车内饰业务的客户结构进一步优化，公司客户基础更加广泛、稳固。
- **公司就近优质供货能力正在形成良性循环。**公司的产业基地布局，能够给客户提供更优质、便捷、准时化的供货服务，是公司综合竞争实力的体现。公司目前拥有十四个生产基地，分别是常熟、长春、沈阳、北京、芜湖、成都、佛山、天津、余姚、上饶、宜宾、大连、合肥、肇庆，2023年4月，公司发布对外投资公告拟成立安庆常春。随着新基地的建设完成，公司就近供货能力加强，产能得到满足，有利于公司获取更多的项目订单，对未来业绩增长形成支撑。此次新获定点项目，彰显了主机厂对公司乘用车内饰产品和生产保障能力的认可。同时，此次中标也有利于进一步推动公司获取更多的订单，增加公司与更多主机厂建立业务关系的时机，形成良性循环。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年EPS为1.70/2.09/2.42元，三年归母净利润年复合增速21.6%，给予公司2023年18倍PE，对应目标价30.60元，维持“买入”评级。
- **风险提示:**客户拓展不及预期、原材料价格波动、投资收益金额较大以及波动、智能座舱业务开拓不及预期、海外市场开拓不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	36.66	44.92	54.12	64.75
增长率	37.67%	22.55%	20.48%	19.63%
归属母公司净利润(亿元)	5.12	6.47	7.93	9.19
增长率	21.76%	26.45%	22.56%	15.88%
每股收益EPS(元)	1.35	1.70	2.09	2.42
净资产收益率ROE	10.85%	12.63%	13.89%	14.41%
PE	14	11	9	8
PB	1.51	1.36	1.22	1.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn

联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.80
流通A股(亿股)	3.80
52周内股价区间(元)	14.32-25.11
总市值(亿元)	69.85
总资产(亿元)	75.83
每股净资产(元)	11.45

相关研究

1. 常熟汽饰(603035): 23Q1业绩符合预期,新基地建设积极推进 (2023-05-03)
2. 常熟汽饰(603035): 利润结构持续优化,智能座舱业务落地加速 (2023-04-20)
3. 常熟汽饰(603035): 国内优质内饰件供应商,新能源配套加速 (2023-03-28)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：预计 2023-2025 年除去天津常春生产基地的主要内饰件（门内护板、仪表板、天窗遮阳板、衣帽架）产品销量合计分别为 496.41/ 549.58/ 623.13 万件，主要内饰件合计单价分别为 2099/ 2162/ 2227 元/套；

假设 2：预计 2023-2025 年天津常春基地年产 160 万件汽车零部件项目及年产 35 万套水性漆产品和 100 万套汽车零部件项目合计产品销量分别为 151/ 210/ 266 万件；其中，汽车零部件产品单价分别为 618/ 637/ 656 元/套，水性漆产品单价 1236/ 1273/ 1311 元/套；

假设 3：常源科技主营汽车零部件模具及检具生产，2022 年实现营收 2.6 亿元，同比+21%，净利润 531.6 万元，实现扭亏为盈。未来，模具业务作为公司一体化布局的重要部分，有利于提升同步开发能力和成本控制能力，业绩有望维持高增速。预计 2023-2025 年模具及检具营收分别达 3.6/ 4.3/ 5.0 亿元，同比增长 37.19%/ 19.44%/ 16.28%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
汽车饰件合计	收入	33.20	40.44	48.90	58.78
	增速	41.99%	21.83%	20.91%	20.20%
模具及检具	收入	2.62	3.60	4.30	5.00
	增速	21.04%	37.19%	19.44%	16.28%
其他	收入	0.84	0.88	0.92	0.97
	增速	-22.49%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	36.66	44.92	54.12	64.75
	增速	37.67%	22.55%	20.48%	19.63%
	毛利率	21.66%	22.43%	22.67%	22.46%

数据来源：公司公告，西南证券

随着智能化、电动化推进，公司新能源业务保持快速增长，新项目持续放量，智能座舱及轻量化业务提升公司 ASP。预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 44.92/ 54.12/ 64.75 亿元，增速分别为 22.55%/ 20.48%/ 19.63%，归母净利润分别为 6.47/ 7.93/ 9.19 亿元，增速分别为 26.45%/ 22.56%/ 15.88%。

综合考虑业务范围，选择新泉股份、宁波华翔、岱美股份作为可比公司，2023 年三家公司平均 PE 为 18 倍。考虑到公司本部新能源业务营收快速增长，本部盈利占比显著提升，智能座舱及轻量化业务提升公司 ASP，低估值桎梏有望打破，给予公司 2023 年 18 倍 PE，对应目标价 30.60 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2023.05.19）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603179.SH	新泉股份	190.10	39.01	0.97	1.56	2.19	2.86	39.86	25.01	17.81	13.64
002048.SZ	宁波华翔	104.86	12.88	1.24	1.47	1.73	2.04	10.39	8.76	7.45	6.31
603730.SH	岱美股份	162.92	17.30	0.61	0.85	1.06	1.31	28.36	20.35	16.32	13.21
平均值								26.20	18.04	13.86	11.05
603035.SH	常熟汽饰	69.85	18.38	1.35	1.70	2.09	2.42	13.65	10.79	8.81	7.60

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	36.66	44.92	54.12	64.75	净利润	5.03	6.47	7.93	9.19
营业成本	28.72	34.85	41.85	50.21	折旧与摊销	3.68	2.18	2.18	2.18
营业税金及附加	0.36	0.57	0.66	0.77	财务费用	0.50	0.05	0.04	0.06
销售费用	0.30	0.45	0.50	0.60	资产减值损失	-0.13	-0.16	-0.16	-0.15
管理费用	2.34	4.39	5.00	5.71	经营营运资本变动	0.02	2.19	-0.03	0.40
财务费用	0.50	0.05	0.04	0.06	其他	-4.94	-2.16	-2.11	-2.25
资产减值损失	-0.13	-0.16	-0.16	-0.15	经营活动现金流净额	4.15	8.56	7.85	9.43
投资收益	2.17	2.27	2.37	2.47	资本支出	-0.23	-5.20	-6.02	-7.52
公允价值变动损益	0.08	0.07	0.08	0.08	其他	-1.03	1.07	0.74	0.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1.26	-4.13	-5.28	-6.99
营业利润	5.44	7.13	8.67	10.10	短期借款	0.02	1.58	1.76	2.03
其他非经营损益	0.05	0.05	0.05	0.05	长期借款	0.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	5.49	7.17	8.72	10.15	股权融资	1.98	0.00	0.00	0.00
所得税	0.46	0.70	0.79	0.96	支付股利	-1.33	-1.62	-2.05	-2.51
净利润	5.03	6.47	7.93	9.19	其他	-1.25	-0.38	0.23	0.13
少数股东损益	-0.08	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-0.31	-0.42	-0.06	-0.35
归属母公司股东净利润	5.12	6.47	7.93	9.19	现金流量净额	2.60	4.02	2.51	2.09
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7.31	11.33	13.84	15.93	成长能力				
应收和预付款项	14.50	17.22	20.97	25.09	销售收入增长率	37.67%	22.55%	20.48%	19.63%
存货	5.93	7.31	8.83	10.65	营业利润增长率	18.52%	30.99%	21.67%	16.45%
其他流动资产	4.06	0.25	0.30	0.36	净利润增长率	22.48%	28.56%	22.56%	15.88%
长期股权投资	20.50	20.50	20.50	20.50	EBITDA 增长率	15.80%	-2.77%	16.44%	13.31%
投资性房地产	0.95	0.86	0.92	0.96	获利能力				
固定资产和在建工程	20.74	24.41	28.89	34.88	毛利率	21.66%	22.43%	22.67%	22.46%
无形资产和开发支出	4.28	3.92	3.57	3.21	三费率	8.58%	10.88%	10.23%	9.84%
其他非流动资产	7.11	8.20	9.56	11.25	净利率	13.73%	14.40%	14.65%	14.19%
资产总计	85.38	94.01	107.38	122.85	ROE	10.85%	12.63%	13.89%	14.41%
短期借款	7.00	8.58	10.34	12.37	ROA	5.89%	6.88%	7.39%	7.48%
应付和预收款项	20.47	25.31	30.31	36.32	ROIC	20.61%	23.82%	26.40%	26.36%
长期借款	3.12	3.12	3.12	3.12	EBITDA/销售收入	26.24%	20.82%	20.12%	19.06%
其他负债	8.42	5.77	6.50	7.24	营运能力				
负债合计	39.01	42.79	50.27	59.06	总资产周转率	0.46	0.50	0.54	0.56
股本	3.80	3.80	3.80	3.80	固定资产周转率	1.88	2.39	3.14	4.12
资本公积	20.14	20.14	20.14	20.14	应收账款周转率	3.15	3.01	3.03	3.00
留存收益	22.39	27.25	33.13	39.81	存货周转率	5.11	5.01	4.99	4.99
归属母公司股东权益	46.33	51.18	57.07	63.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.31%	—	—	—
少数股东权益	0.04	0.04	0.04	0.04	资本结构				
股东权益合计	46.37	51.22	57.11	63.79	资产负债率	45.69%	45.51%	46.82%	48.07%
负债和股东权益合计	85.38	94.01	107.38	122.85	带息债务/总负债	25.96%	27.36%	26.78%	26.23%
					流动比率	0.96	0.98	0.99	0.98
					速动比率	0.78	0.78	0.79	0.78
					股利支付率	25.96%	25.00%	25.79%	27.28%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	9.62	9.35	10.89	12.34	每股收益	1.35	1.70	2.09	2.42
PE	13.65	10.79	8.81	7.60	每股净资产	12.19	13.47	15.02	16.77
PB	1.51	1.36	1.22	1.10	每股经营现金	1.09	2.25	2.07	2.48
PS	1.91	1.55	1.29	1.08	每股股利	0.35	0.43	0.54	0.66
EV/EBITDA	6.94	6.71	5.54	4.72					
股息率	1.90%	2.32%	2.93%	3.59%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn