

常熟汽饰 (603035)

证券研究报告

2021年04月16日

业绩再超预期，低估值高成长的座舱内饰龙头

事件：公司发布 2020 年年报及 2021 年一季度业绩预增公告。2020 年公司实现营收 22.2 亿元，同比增长 21.6%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 36.8%。2020Q1 预计实现归母净利润 9500 万元，同比增长约 89 倍。

点评：

疫情低点后，业绩加速复苏，且屡超市场预期。17 至 19 年车市景气度下行，公司逆向扩产，固定资产由 16 年底的 5.8 亿元迅速增长至 19 年底的 17.4 亿元。20 年初正值公司较多新产能投产爬坡之际，遭遇新冠疫情冲击，导致 Q1 归母净利仅 106 万元。Q2 随国内疫情缓解，公司经营迅速恢复，Q2 至 Q4 单季度归母净利分别为 1.2 亿元、1 亿元和 1.4 亿元，同比增长分别为 6.9%、45.5%和 140.9%，加速增长趋势明确。

供需两旺，21Q1 归母净利同比增长约 89 倍。21Q1 公司业务整体延续了去年下半年以来的良好发展势头，(1) **需求端：**客户订单需求同比大幅增加，同时新能源零部件业务实现快速增长；(2) **供给端：**消除了疫情的影响后，新工厂产能持续爬坡，客户订单的及时交付得到有效保障。公司预计 21Q1 销售额同比增长 40%；归母净利润约 9500 万元，较 20Q1 的 106 万元同比增长约 89 倍（环比 20Q4 下降主要是一季度车市淡季因素）。

中长期看，将继续受益于豪华车高景气及电动智能大趋势。(1) **传统客户：**20 年至今公司取得一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、奇瑞捷豹路虎、吉利领克等原有客户较多新订单，配套量及配套份额持续增长。(2) **新能源客户：**公司已进入大众 MEB、奔驰 EQB、宝马电动版、特斯拉、蔚来、理想、小鹏、ARCFOX、恒驰汽车、英国捷豹路虎、北美 ZOOX 等供应商体系，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，参股公司一汽富晟获取了新能源座椅业务，单车配套价值量持续提升；20 年公司新能源销售占总销售比例达 10.6%，较 19 年的 0.8%增加 12 倍。(3) **智能化布局：**公司前瞻布局的智能座舱（智享未来 1 代）将于 2021 年 4 月推出，同时，引入基金投资了激光雷达等新领域，培育新的发展点。新获取的各类优质项目将为公司中长期发展奠定良好的基础。

投资建议：随国内车市复苏，公司下游核心客户一汽大众、BBA 等龙头车企销量逐步回暖，叠加公司高资本开支期结束，成本端改善，开启 ROE 反转向；中长期看好通过品类扩张及新客户拓展，切入特斯拉、大众 MEB 等新能源及无人驾驶汽车产业链，打开成长空间。鉴于公司业绩恢复及客户拓展超此前预期，我们上调公司 21 至 22 年归母净利润预测至 4.4、6.0 亿元（前值为 4.1、5.8 亿元），对应 PE 为 9 倍和 7 倍。维持 6 个月目标价 25 元（对应 21 年 PE 为 19 倍），维持“买入”评级。

风险提示：国内车市回暖不及预期，公司新项目、新产能落地不及预期，下游客户受芯片短缺等影响减产。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,824.33	2,217.89	2,850.71	3,838.30	4,578.95
增长率(%)	24.62	21.57	28.53	34.64	19.30
EBITDA(百万元)	571.58	774.21	700.61	844.60	1,100.80
净利润(百万元)	264.52	361.84	442.76	596.70	836.70
增长率(%)	(22.22)	36.79	22.37	34.77	40.22
EPS(元/股)	0.77	1.05	1.29	1.74	2.44
市盈率(P/E)	15.49	11.33	9.26	6.87	4.90
市净率(P/B)	1.42	1.12	1.06	0.95	0.84
市销率(P/S)	2.25	1.85	1.44	1.07	0.89
EV/EBITDA	7.73	6.50	5.46	4.38	2.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.93 元
目标价格	25 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	343.51
流通 A 股股本(百万股)	343.51
A 股总市值(百万元)	4,098.06
流通 A 股市值(百万元)	4,098.06
每股净资产(元)	10.41
资产负债率(%)	48.67
一年内最高/最低(元)	17.59/10.25

作者

陆嘉敏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001
lujiamin@tfzq.com

股价走势



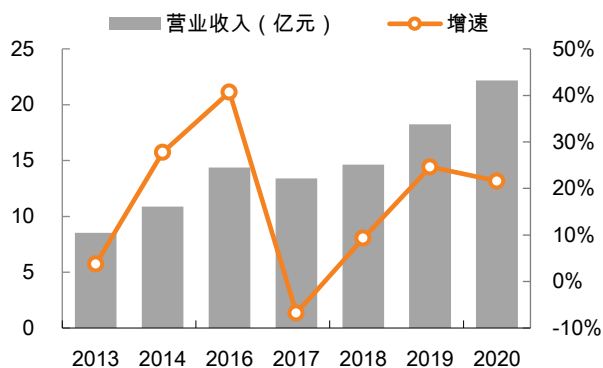
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《常熟汽饰-季报点评:成长性持续验证，Q3 扣非净利同比 +50%》2020-10-24
- 《常熟汽饰-半年报点评:Q2 业绩超预期，成长加速有望》2020-08-18
- 《常熟汽饰-公司专题研究:PE 仅 10 倍的特斯拉供应商，迎戴维斯双击》2020-08-10

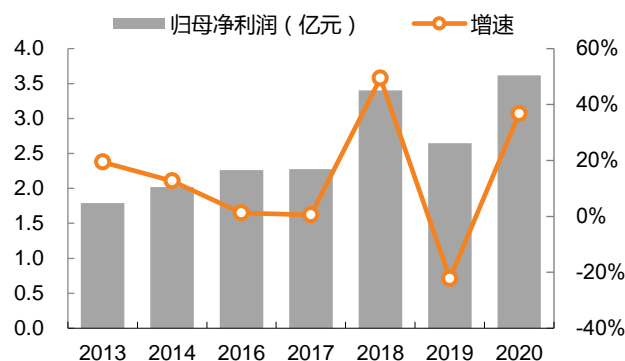
数据图表:

图 1: 公司近年收入及同比增速



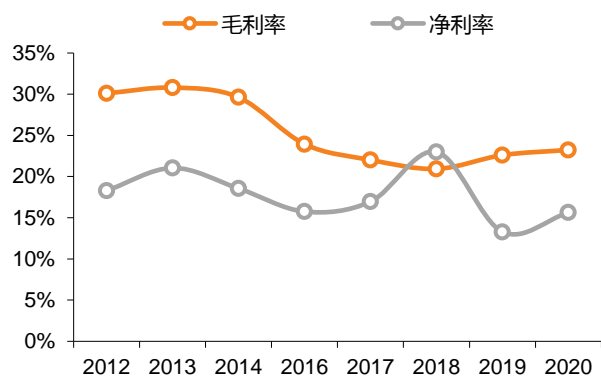
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 公司近年归母净利润及同比增速



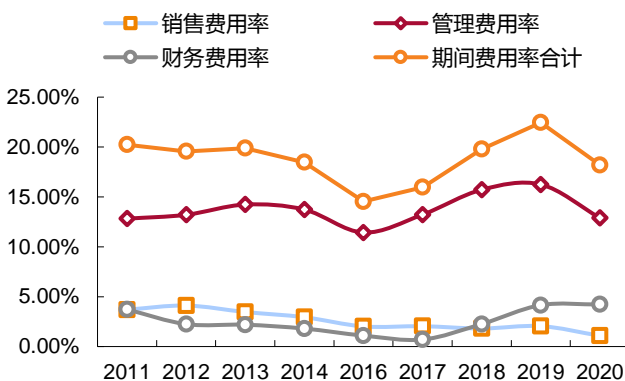
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 公司近年毛利率及净利率



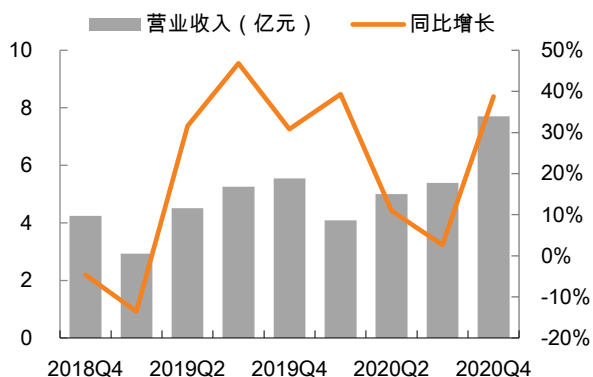
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 公司近年三项费用率



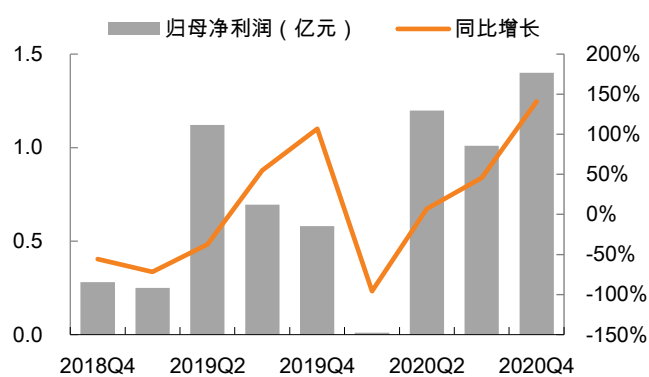
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 公司近年季度收入及同比增速



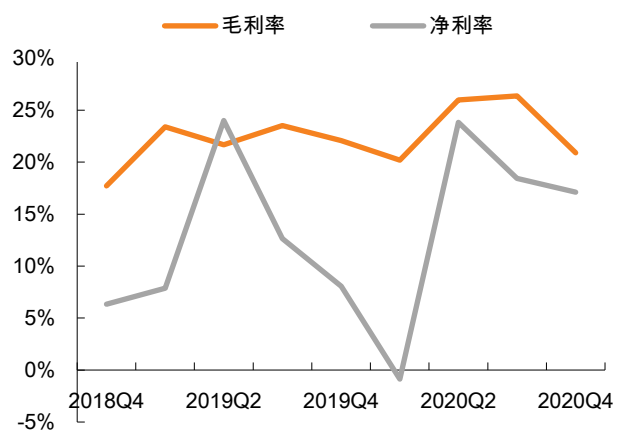
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 公司近年季度归母净利润及同比增速



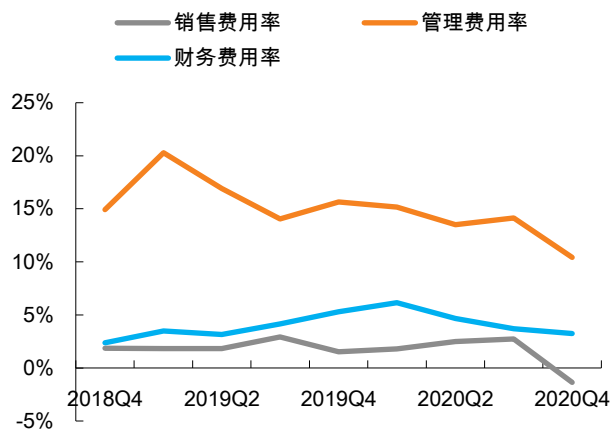
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7：公司近年季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司近年季度三费率



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,006.13	544.30	1,006.42	1,111.03	2,361.48	营业收入	1,824.33	2,217.89	2,850.71	3,838.30	4,578.95
应收票据及应收账款	647.56	685.08	898.65	1,169.77	1,272.34	营业成本	1,411.98	1,702.51	2,183.85	2,894.08	3,406.87
预付账款	19.80	23.49	31.10	44.80	42.26	营业税金及附加	25.56	27.92	38.93	49.90	60.96
存货	391.46	398.85	571.75	698.43	777.88	营业费用	37.38	24.03	32.78	49.90	63.90
其他	441.66	665.68	760.51	620.76	795.70	管理费用	205.68	218.40	293.62	372.32	439.58
流动资产合计	2,506.61	2,317.40	3,268.43	3,644.80	5,249.65	研发费用	90.66	67.63	91.22	115.15	146.53
长期股权投资	1,720.09	1,870.49	2,070.49	2,220.49	2,320.49	财务费用	75.72	93.55	63.47	45.80	40.08
固定资产	1,741.39	1,988.61	2,122.81	2,102.53	2,084.48	资产减值损失	(6.97)	(18.31)	(12.00)	(12.43)	(14.25)
在建工程	270.57	95.42	207.25	215.44	172.54	公允价值变动收益	1.48	0.00	0.00	(66.67)	44.44
无形资产	296.84	284.91	346.41	334.92	311.43	投资净收益	249.65	291.69	305.86	358.30	386.56
其他	542.97	595.61	428.92	235.47	77.09	其他	(523.82)	(568.61)	(611.72)	(583.27)	(862.00)
非流动资产合计	4,571.87	4,835.04	5,175.89	5,108.85	4,966.04	营业利润	257.02	379.09	464.68	615.22	866.27
资产总计	7,078.48	7,152.44	8,444.32	8,753.66	10,215.69	营业外收入	1.09	1.65	1.00	1.25	5.00
短期借款	1,174.26	1,012.77	900.00	860.00	859.00	营业外支出	1.21	0.41	1.43	1.02	0.95
应付票据及应付账款	1,260.77	1,213.24	2,062.54	2,294.66	2,853.50	利润总额	256.91	380.33	464.25	615.45	870.32
其他	628.99	491.87	940.73	754.42	1,154.94	所得税	14.45	33.50	41.78	52.93	73.98
流动负债合计	3,064.01	2,717.87	3,903.26	3,909.09	4,867.45	净利润	242.46	346.84	422.47	562.53	796.34
长期借款	163.96	264.00	250.00	240.00	230.00	少数股东损益	(22.06)	(15.00)	(20.29)	(34.17)	(40.36)
应付债券	774.23	314.08	260.00	200.00	150.00	归属于母公司净利润	264.52	361.84	442.76	596.70	836.70
其他	165.11	185.02	150.00	140.00	158.34	每股收益(元)	0.77	1.05	1.29	1.74	2.44
非流动负债合计	1,103.30	763.10	660.00	580.00	538.34						
负债合计	4,167.31	3,480.98	4,563.26	4,489.09	5,405.79						
少数股东权益	18.01	20.00	(0.30)	(34.47)	(74.83)	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	280.00	343.11	343.51	343.51	343.51	成长能力					
资本公积	1,133.31	1,676.75	1,676.75	1,676.75	1,676.75	营业收入	24.62%	21.57%	28.53%	34.64%	19.30%
留存收益	2,404.12	3,227.91	3,537.84	3,955.53	4,541.23	营业利润	-31.52%	47.50%	22.58%	32.40%	40.81%
其他	(924.28)	(1,596.29)	(1,676.75)	(1,676.75)	(1,676.75)	归属于母公司净利润	-22.22%	36.79%	22.37%	34.77%	40.22%
股东权益合计	2,911.17	3,671.47	3,881.05	4,264.57	4,809.90	获利能力					
负债和股东权益总	7,078.48	7,152.44	8,444.32	8,753.66	10,215.69	毛利率	22.60%	23.24%	23.39%	24.60%	25.60%
						净利率	14.50%	16.31%	15.53%	15.55%	18.27%
						ROE	9.14%	9.91%	11.41%	13.88%	17.13%
						ROIC	10.55%	11.74%	11.84%	16.75%	21.28%
						偿债能力					
						资产负债率	58.87%	48.67%	54.04%	51.28%	52.92%
						净负债率	40.89%	29.17%	11.39%	5.58%	-22.56%
						流动比率	0.82	0.85	0.84	0.93	1.08
						速动比率	0.69	0.71	0.69	0.75	0.92
						营运能力					
						应收账款周转率	3.11	3.33	3.60	3.71	3.75
						存货周转率	5.30	5.61	5.87	6.04	6.20
						总资产周转率	0.31	0.31	0.37	0.45	0.48
						每股指标(元)					
						每股收益	0.77	1.05	1.29	1.74	2.44
						每股经营现金流	1.65	1.08	3.14	0.28	4.15
						每股净资产	8.42	10.63	11.30	12.52	14.22
						估值比率					
						市盈率	15.49	11.33	9.26	6.87	4.90
						市净率	1.42	1.12	1.06	0.95	0.84
						EV/EBITDA	7.73	6.50	5.46	4.38	2.13
						EV/EBIT	11.00	9.07	7.24	5.59	2.59

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com