

业绩超预期，产品结构改善促进毛利率持续改善



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **一季度业绩超市场预期。**一季度营业收入 11.18 亿元，同比增长 68.4%，归母净利润 0.96 亿元，同比高增 192.6%，考虑一季度有春节放假因素，净利润仍实现环比增长 8.06%，扣非后归母净利润 0.75 亿元，同比高增 160.1%，环比略下降 13.47%，一季度业绩增长系公司收入规模扩大、产品结构改善导致盈利能力提升。
- **预计产品结构改善促进毛利率同环比增长。**一季度毛利率 23.9%，同环比均提升 0.5 个百分点，一季度原材料价格上涨，公司毛利率同环比仍实现提升，预计与产品结构改善及规模效应相关。期间费用率同比下降 3.2 个百分点，其中管理费用率同比下降 0.8 个百分点，研发费用率同比下降 1.5 个百分点，费用率下降系业务量增长使营业收入增速较快。经营活动现金流净额 -0.69 亿元，同比下降 344.0%，系本期支付现款与收到承兑增加。
- **配套新能源汽车放量导致产品结构改善，有望带动毛利率继续改善。**公司不断加强客户拓展，与上海大众、长安福特等乘用车企业达成合作，取得新车型仪表盘、副仪表等重点项目定点开发。公司积极拓展新能源汽车市场，产品已配套国际知名电动车企、上汽大众、长安福特、吉利汽车、比亚迪、广汽新能源以及造车新势力企业等。随着这些配套规模逐步提升，较高毛利率产品比重提高，预计有望带动毛利率继续向上。
- **新基地建设稳步推进，产品配套能力成为未来业绩保障。**2019 年公司在马来西亚设立合资公司并建设生产基地；2020 年在墨西哥建设全资子公司并建设生产基地；在国内新建西安生产基地、上海智能制造生产基地、重庆分公司满足未来现有客户新车型及潜在客户配套需求。新基地建设完成后将为就近配套生产提供便利，降低运输成本，同时增强产品配套能力，为业绩增长提供有力保障。

财务预测与投资建议：略调整毛利率及费用率，预计 2021-2023 年 EPS1.23、1.65、2.07 元（原 1.15、1.54、1.93 元），参考可比公司估值，给予公司 2021 年 34 倍 PE，目标价 41.82 元，维持买入评级。

风险提示：乘用车行业需求低于预期、乘用车、商用车产品配套量低于预期。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,036	3,680	5,026	6,358	7,558
同比增长(%)	-10.8%	21.2%	36.6%	26.5%	18.9%
营业利润(百万元)	197	288	523	704	882
同比增长(%)	-39.6%	45.9%	81.6%	34.7%	25.2%
归属母公司净利润(百万元)	183	258	452	611	766
同比增长(%)	-35.0%	40.6%	75.5%	35.0%	25.4%
每股收益(元)	0.50	0.70	1.23	1.65	2.07
毛利率(%)	21.2%	23.0%	24.2%	24.8%	25.1%
净利率(%)	6.0%	7.0%	9.0%	9.6%	10.1%
净资产收益率(%)	11.1%	10.0%	12.7%	15.8%	17.9%
市盈率	56.9	40.5	23.0	17.1	13.6
市净率	6.1	3.0	2.8	2.6	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月27日)	28.25 元
目标价格	41.82 元
52周最高价/最低价	42.34/16.83 元
总股本/流通A股(万股)	36,908/31,927
A股市值(百万元)	10,426
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年04月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-8.76	-7.54	-23.13	53.78
相对表现	-8.09	-9.68	-21.91	34.58
沪深300	-0.67	2.14	-1.22	19.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

相关报告

4季度业绩超预期，毛利率持续提升	2021-03-31
业绩超预期，盈利能力持续提升	2020-10-30
拓展新客户、单车价值量提升，盈利有望实现快速增长	2020-09-24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	599	1,585	2,010	2,543	3,023	营业收入	3,036	3,680	5,026	6,358	7,558
应收票据、账款及款项融资	1,445	1,869	1,558	1,971	2,343	营业成本	2,392	2,834	3,810	4,783	5,658
预付账款	164	179	251	318	378	营业税金及附加	13	18	25	32	38
存货	886	1,100	1,448	1,818	2,150	营业费用	141	167	211	267	317
其他	73	63	50	54	58	管理费用及研发费用	270	313	457	566	673
流动资产合计	3,167	4,796	5,318	6,704	7,951	财务费用	34	45	25	36	30
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	28	0	0	0
固定资产	1,061	1,446	1,736	2,193	2,490	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	299	73	386	581	453	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	163	229	222	216	209	其他	17	12	25	30	40
其他	119	113	96	96	98	营业利润	197	288	523	704	882
非流动资产合计	1,643	1,862	2,441	3,085	3,250	营业外收入	0	1	1	1	1
资产总计	4,809	6,658	7,759	9,789	11,201	营业外支出	2	1	5	5	5
短期借款	551	480	692	1,629	1,931	利润总额	196	288	519	700	878
应付票据及应付账款	1,842	2,010	2,667	3,348	3,960	所得税	16	31	67	91	114
其他	113	134	166	183	222	净利润	180	257	451	609	764
流动负债合计	2,506	2,624	3,525	5,160	6,113	少数股东损益	(3)	(1)	(1)	(2)	(2)
长期借款	150	400	400	400	400	归属于母公司净利润	183	258	452	611	766
应付债券	388	92	80	80	80	每股收益(元)	0.50	0.70	1.23	1.65	2.07
其他	33	52	48	56	56						
非流动负债合计	571	544	528	536	536	主要财务比率					
负债合计	3,077	3,168	4,053	5,696	6,649		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	30	48	47	45	43	成长能力					
实收资本(或股本)	228	368	369	369	369	营业收入	-10.8%	21.2%	36.6%	26.5%	18.9%
资本公积	613	2,110	2,018	2,018	2,018	营业利润	-39.6%	45.9%	81.6%	34.7%	25.2%
留存收益	775	942	1,247	1,632	2,092	归属于母公司净利润	-35.0%	40.6%	75.5%	35.0%	25.4%
其他	86	22	25	30	30	获利能力					
股东权益合计	1,733	3,490	3,706	4,094	4,552	毛利率	21.2%	23.0%	24.2%	24.8%	25.1%
负债和股东权益总计	4,809	6,658	7,759	9,789	11,201	净利率	6.0%	7.0%	9.0%	9.6%	10.1%
						ROE	11.1%	10.0%	12.7%	15.8%	17.9%
						ROIC	8.3%	8.1%	10.2%	11.6%	12.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	64.0%	47.6%	52.2%	58.2%	59.4%
净利润	180	257	451	609	764	净负债率	28.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	100	116	109	139	170	流动比率	1.26	1.83	1.51	1.30	1.30
财务费用	34	45	25	36	30	速动比率	0.91	1.41	1.10	0.95	0.95
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(400)	(465)	593	(156)	(116)	应收账款周转率	4.6	4.3	4.4	4.5	4.3
其它	37	61	6	1	(10)	存货周转率	3.3	2.9	3.0	2.9	2.9
经营活动现金流	(49)	14	1,184	629	838	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(453)	(329)	(700)	(776)	(324)	每股指标(元)					
长期投资	10	(4)	0	0	0	每股收益	0.50	0.70	1.23	1.65	2.07
其他	5	8	4	5	0	每股经营现金流	-0.22	0.04	3.21	1.71	2.27
投资活动现金流	(437)	(325)	(695)	(771)	(324)	每股净资产	4.61	9.33	9.91	10.97	12.22
债权融资	170	(46)	(12)	0	(0)	估值比率					
股权融资	16	1,637	(91)	0	0	市盈率	56.9	40.5	23.0	17.1	13.6
其他	186	(300)	40	675	(34)	市净率	6.1	3.0	2.8	2.6	2.3
筹资活动现金流	373	1,291	(63)	675	(34)	EV/EBITDA	29.9	22.1	15.1	11.3	9.2
汇率变动影响	(1)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	42.8	29.8	18.1	13.4	10.9
现金净增加额	(114)	978	425	533	480						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn