

毛利率环比改善，预计 4 季度盈利将继续向上



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **三季度业绩好于市场预期。**前三季度实现营收 78.23 亿元，同比增长 81.1%，归母净利润 7.53 亿元，同比大幅增长 94.4%，扣非归母净利 7.31 亿元，同比大幅增长 103.5%。三季度营业收入 29.06 亿元，同比增长 65.4%，环比增长 16.7%；归母净利润 2.94 亿元，同比增长 71.3%，环比增长 37.4%；扣非归母净利 2.86 亿元，同比增长 77.4%，环比增长 39.7%。三季度公司新能源客户订单大幅放量，助力公司业绩同环比实现高增长，在四季度芯片供给缓解后，预计公司盈利将环比继续提升。
- **毛利率环比提升，费用率有所改善。**前三季度毛利率 21.0%，同比下降 5.1 个百分点，主要系新收入准则下运输费、仓储费计入营业成本。三季度毛利率 21.1%，同比下降 5.0 个百分点，环比提升 1.3 个百分点。三季度期间费用率 8.3%，同比下降 5.7 个百分点，其中销售费用率同比下降 3.5 个百分点，系新收入准则下运输费、仓储费不再计入销售费用所致；研发费用率下降 1.1 个百分点。前三季度经营活动现金流净额 8.45 亿元，同比增长 7.5%。
- **推进“2+3”产业布局，新技术、新产品有望带动公司业绩快速释放。**公司积极推进“2+3”产业布局，坚持研发与创新，不断扩充产品矩阵。轻量化底盘领域，公司铝合金一体化真空铸造底盘已获得客户认可并开始量产，铝合金铸造焊接型底盘开始为福特、RIVIAN 等客户配套，与重庆金康建立战略合作关系；热管理方面，公司自主研发集成式热泵总成及电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵等相关部件并获得客户认可，已与华为开始合作开发热管理系统产品。新技术、新产品持续研发将稳步提升公司整体竞争力，预计后续将取得更多订单，带动公司业绩快速释放。
- **Tier0.5 级合作模式受新能源车企认可，有望进一步提升单车价值量。**公司凭借自身多产品线优势，积极推行 Tier0.5 级合作模式，为整车客户提供一站式、全产品线的同步开发及配套服务，单车配套金额有所提升，目前已与 RIVIAN、小鹏、蔚来、理想等新能源车企展开合作，其中 RIVIAN 单车价值达 11000 元。随着公司研发水平、快速响应能力等不断改善，该合作模式有望在更多客户中推广，进一步提升公司单车配套价值量，促进业绩提升。

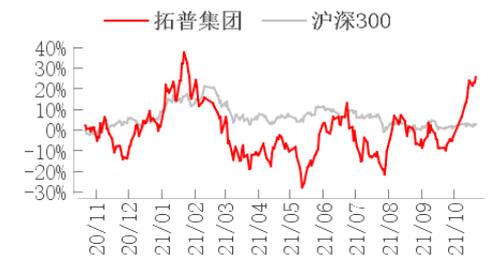
财务预测与投资建议：略调整收入及毛利率等，预测 2021-2023 年 EPS 分别为 1.07、1.50、1.90 元（原 1.03、1.36、1.72 元），因受芯片供给影响 21 年盈利，按 22 年 PE 估值，可比零部件相关公司 22 年 PE 平均估值 39 倍，给予 22 年 39 倍估值，目标价 58.5 元，维持买入评级。

风险提示：NVH 订单低于预期、特斯拉汽车销量低于预期、轻量化底盘产品配套量低于预期、产品价格下降幅度超预期。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月21日)	47.26 元
目标价格	58.5 元
52周最高价/最低价	52.34/26.75 元
总股本/流通A股(万股)	110,205/110,205
A股市值(百万元)	52,083
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年10月22日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.12	37.62	40.62	25.66
相对表现	-0.11	30.21	45.05	20.56
沪深300	4.23	7.41	-4.43	5.1



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

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,359	6,511	11,335	14,561	17,695
同比增长(%)	-10.4%	21.5%	74.1%	28.5%	21.5%
营业利润(百万元)	532	706	1,355	1,904	2,416
同比增长(%)	-38.8%	32.8%	91.9%	40.5%	26.9%
归属母公司净利润(百万元)	456	628	1,175	1,651	2,096
同比增长(%)	-39.4%	37.7%	87.1%	40.5%	26.9%
每股收益(元)	0.41	0.57	1.07	1.50	1.90
毛利率(%)	26.3%	22.7%	22.8%	24.0%	24.7%
净利率(%)	8.5%	9.6%	10.4%	11.3%	11.8%
净资产收益率(%)	6.3%	8.3%	12.7%	14.5%	16.3%
市盈率	114.2	82.9	44.3	31.5	24.9
市净率	7.1	6.7	4.8	4.3	3.8

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。

相关报告

智能电动业务探索 Tier0.5 合作模式，提升单车价值量	2021-08-19
预计芯片供给缓解及原材料价格回落，公司盈利有望季度环比提升	2021-07-09
盈利实现高速增长，毛利率环比改善	2021-04-30

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。

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2021年10月21日	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
宁德时代	300750	596.00	2.40	4.69	8.37	11.87	248.61	126.99	71.20	50.20
星宇股份	601799	212.62	4.06	4.91	6.30	7.75	52.38	43.31	33.73	27.43
旭升股份	603305	39.39	0.74	1.12	1.52	1.92	52.91	35.13	25.99	20.48
三花智控	002050	23.70	0.41	0.54	0.67	0.81	58.22	43.69	35.23	29.12
华阳集团	002906	43.25	0.38	0.61	0.88	1.17	113.31	70.44	48.93	37.02
德赛西威	002920	96.88	0.94	1.39	1.88	2.42	102.83	69.54	51.57	40.03
银轮股份	002126	10.26	0.41	0.47	0.66	0.80	25.27	21.95	15.43	12.77
	调整后平均						75.93	52.42	39.09	30.82

资料来源：WIND、东方证券研究所

表 2：盈利预测对比表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,079	12,162	14,444	11,335	14,561	17,695
变动幅度				12.5%	19.7%	22.5%
营业成本（百万元）	7,640	9,097	10,664	8,747	11,070	13,322
变动幅度				14.5%	21.7%	24.9%
销售费用（百万元）	202	243	289	227	291	354
变动幅度				12.4%	19.8%	22.5%
管理费用（百万元）	907	1046	1242	964	1238	1504
变动幅度				6.3%	18.4%	21.1%
财务费用（百万元）	6	9	15	7	10	16
变动幅度				16.7%	11.1%	6.7%
投资收益（百万元）	40	40	40	40	40	40
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
营业利润（百万元）	1304	1734	2182	1355	1904	2416
变动幅度				3.9%	9.8%	10.7%
利润总额（百万元）	1304	1734	2182	1355	1904	2416
变动幅度				3.9%	9.8%	10.7%
所得税（百万元）	170	225	284	176	248	314
变动幅度				3.5%	10.2%	10.6%
净利润（百万元）	1,134	1508	1898	1179	1657	2102
变动幅度				4.0%	9.9%	10.7%
归属于母公司净利润（百万元）	1131	1504	1892	1175	1651	2096
变动幅度				3.9%	9.8%	10.8%
每股收益（元）	1.03	1.36	1.72	1.07	1.50	1.90
变动幅度				3.9%	10.3%	10.5%
毛利率	24.2%	25.2%	26.2%	22.8%	24.0%	24.7%
变动幅度				-1.4%	-1.2%	-1.5%
净利率	11.2%	12.4%	13.1%	10.4%	11.3%	11.8%
变动幅度				-0.9%	-1.0%	-1.3%

资料来源：WIND、东方证券研究所

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	822	787	3,359	4,580	5,955	营业收入	5,359	6,511	11,335	14,561	17,695
应收票据、账款及款项融资	2,385	2,822	4,876	6,352	7,666	营业成本	3,950	5,034	8,747	11,070	13,322
预付账款	35	43	68	93	112	营业税金及附加	50	58	96	124	150
存货	1,240	1,503	2,596	3,355	3,989	营业费用	287	124	227	291	354
其他	950	205	698	643	546	管理费用及研发费用	544	588	964	1,238	1,504
流动资产合计	5,433	5,360	11,597	15,023	18,269	财务费用	3	44	7	10	16
长期股权投资	125	150	125	134	136	资产、信用减值损失	65	42	17	12	10
固定资产	3,941	4,248	4,368	4,255	4,014	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	612	944	573	388	295	投资净收益	51	43	40	40	40
无形资产	606	679	662	645	628	其他	21	42	38	48	38
其他	518	735	303	283	282	营业利润	532	706	1,355	1,904	2,416
非流动资产合计	5,801	6,756	6,032	5,703	5,356	营业外收入	1	6	5	5	5
资产总计	11,234	12,115	17,629	20,726	23,625	营业外支出	4	2	5	5	5
短期借款	500	400	430	444	425	利润总额	529	710	1,355	1,904	2,416
应付票据及应付账款	2,643	3,370	5,645	7,321	8,775	所得税	69	80	176	248	314
其他	283	261	547	641	493	净利润	460	630	1,179	1,657	2,102
流动负债合计	3,427	4,031	6,623	8,406	9,692	少数股东损益	4	2	4	5	7
长期借款	183	0	0	0	0	归属于母公司净利润	456	628	1,175	1,651	2,096
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.41	0.57	1.07	1.50	1.90
其他	220	266	221	236	241						
非流动负债合计	403	266	221	236	241	主要财务比率					
负债合计	3,830	4,297	6,843	8,642	9,933		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	29	31	35	40	46	成长能力					
实收资本(或股本)	1,055	1,055	1,102	1,102	1,102	营业收入	-10.4%	21.5%	74.1%	28.5%	21.5%
资本公积	3,409	3,409	5,341	5,341	5,341	营业利润	-38.8%	32.8%	91.9%	40.5%	26.9%
留存收益	2,915	3,343	4,318	5,617	7,217	归属于母公司净利润	-39.4%	37.7%	87.1%	40.5%	26.9%
其他	(4)	(21)	(10)	(15)	(15)	获利能力					
股东权益合计	7,405	7,818	10,786	12,085	13,691	毛利率	26.3%	22.7%	22.8%	24.0%	24.7%
负债和股东权益总计	11,234	12,115	17,629	20,726	23,625	净利率	8.5%	9.6%	10.4%	11.3%	11.8%
						ROE	6.3%	8.3%	12.7%	14.5%	16.3%
						ROIC	5.8%	8.1%	12.2%	14.0%	15.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	34.1%	35.5%	38.8%	41.7%	42.0%
净利润	460	630	1,179	1,657	2,102	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	327	487	503	543	553	流动比率	1.59	1.33	1.75	1.79	1.88
财务费用	3	44	7	10	16	速动比率	1.22	0.95	1.35	1.38	1.47
投资损失	(51)	(43)	(40)	(40)	(40)	营运能力					
营运资金变动	784	26	(1,161)	(441)	(566)	应收账款周转率	4.1	4.1	5.0	4.5	4.2
其它	(283)	(21)	374	22	15	存货周转率	3.2	3.6	4.2	3.7	3.6
经营活动现金流	1,239	1,124	862	1,751	2,080	总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
资本支出	(921)	(1,131)	(203)	(203)	(203)	每股指标(元)					
长期投资	(43)	(26)	31	(12)	(2)	每股收益	0.41	0.57	1.07	1.50	1.90
其他	(62)	570	40	40	40	每股经营现金流	1.17	1.07	0.78	1.59	1.89
投资活动现金流	(1,026)	(587)	(131)	(175)	(165)	每股净资产	6.69	7.07	9.76	10.93	12.38
债权融资	(23)	(245)	39	(5)	(10)	估值比率					
股权融资	0	0	1,978	0	0	市盈率	114.2	82.9	44.3	31.5	24.9
其他	(218)	(320)	(177)	(349)	(531)	市净率	7.1	6.7	4.8	4.3	3.8
筹资活动现金流	(241)	(565)	1,841	(355)	(540)	EV/EBITDA	60.0	41.8	27.7	21.0	17.3
汇率变动影响	11	(12)	-0	-0	-0	EV/EBIT	96.6	68.9	37.9	27.0	21.2
现金净增加额	(16)	(40)	2,572	1,221	1,375						

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