

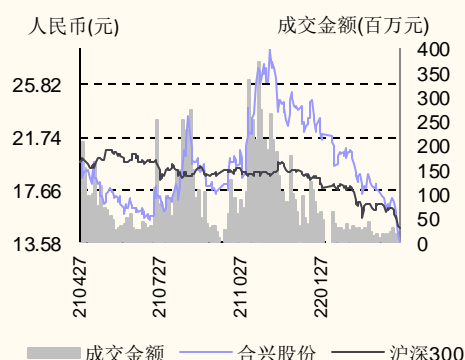
合兴股份 (605005.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.58 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.04
已上市流通 A 股(亿股)	0.51
总市值(亿元)	54.88
年内股价最高最低(元)	28.59/13.58
沪深 300 指数	3784
上证指数	2886



相关报告

- 1.《Q3 收入逆势增长, 新能源车连接器加速放量-合兴股份三季报点评》, 2021.10.31
- 2.《定位高端汽车连接器, 新能源车产品加速放量-合兴股份深度报告》, 2021.9.8

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

邱长伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521010003
qiuchangwei@gjzq.com.cn

新产品进入头部客户, 智能电动收入高增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,202	1,422	1,736	2,266	2,753
营业收入增长率	2.10%	18.32%	22.06%	30.54%	21.48%
归母净利润(百万元)	190	195	260	347	416
归母净利润增长率	44.23%	2.75%	33.30%	33.48%	19.90%
摊薄每股收益(元)	0.526	0.486	0.643	0.859	1.029
每股经营性现金流净额	0.70	0.31	1.09	0.83	1.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.40%	13.60%	15.72%	18.30%	19.02%
P/E	0.00	48.92	21.11	15.82	13.19
P/B	0.00	6.65	3.32	2.89	2.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 4 月 26 日发布 21 年年报及 22 年一季报, 21 年收入 14.2 亿元, 同比增长 18%, 归母净利润 1.95 亿元, 同比增长 3%。21Q4 收入和归母净利润同比下滑 3%/43%; 22Q1 收入和归母净利润同比+9%/-34%。

经营分析

- **原材料上涨及收入增速放缓, 21Q4 和 22Q1 利润率同比下降 10pct。**21 年汽车电子收入增长 13%, 增量主要来自: 新能源项目(电源管理、电驱、电池管理部件)收入 0.59 亿元, 同比增长 297%, 毛利率 14%, 放量后有望回升; 智能座舱部件 1.44 亿元, 同比增长 40%。21Q4 和 22Q1 净利率分别为 10.0%和 9.6%, 同比下降 7/6pct, 主要是原材料上涨导致毛利率下滑、收入增速放缓但管理费用、研发费用增长较快所致。另外, 21 年存货同比增加 60%, 经营现金流同比减少 51%, 主要是为应对材料涨价提前采购储备原料、订单增加、库存储备增加所致。
- **新能源获得头部客户优质订单, 新增产能应对新增订单。**21 年公司新增项目年均销量 4700 万只(21 年销量 2.1 亿只), 其中新能源汽车产品年均销量 1,000 万只, 获得了宁德时代、大众 MEB 平台、中国重汽等优质项目; 智能驾驶和智能座舱产品年均销量 1,500 万只; 21 年末在研项目年均销量 5,500 万只。应对新增订单, 公司 22 年预计提升新能源/转向/智能座舱产能 800/400/500 万套, 相对 21 年销量分别提升 135%/60%/6%。
- **优质汽车连接器公司, 智能电动业务占比迅速提升。**公司是国内汽车连接器优质公司, 拳头产品应用于安全等级较高的变速箱、转向系统中, 模具设计和研发、自动化产线开发行业领先。21 年公司新能源车及智能驾驶智能座舱业务占汽车电子比重提升至 37%, 新增订单产品数量占比 53%。

盈利调整

- 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.6/3.5/4.2 亿元, 复合增速 29%, 对应 EPS 分别为 0.64/0.86/1.03 元, 对应 PE 分别为 21/16/13 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新能源车销量及连接器订单获取低于预期的风险; 在研项目进度低于预期的风险; 长期维度传统燃油车连接器业务萎缩的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,177	1,202	1,422	1,736	2,266	2,753
增长率		2.1%	18.3%	22.1%	30.5%	21.5%
主营业务成本	-823	-776	-982	-1,177	-1,521	-1,848
%销售收入	69.9%	64.5%	69.1%	67.8%	67.1%	67.1%
毛利	354	426	440	559	745	906
%销售收入	30.1%	35.5%	30.9%	32.2%	32.9%	32.9%
营业税金及附加	-8	-9	-7	-9	-11	-14
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-45	-40	-31	-38	-50	-61
%销售收入	3.8%	3.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-103	-101	-120	-148	-193	-234
%销售收入	8.8%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
研发费用	-54	-60	-71	-90	-120	-149
%销售收入	4.6%	5.0%	5.0%	5.2%	5.3%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	143	216	210	275	372	449
%销售收入	12.2%	18.0%	14.8%	15.8%	16.4%	16.3%
财务费用	-7	-7	-3	3	5	6
%销售收入	0.6%	0.6%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	3	3	3	3
%税前利润	0.0%	0.4%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%
营业利润	147	217	219	295	394	473
营业利润率	12.5%	18.0%	15.4%	17.0%	17.4%	17.2%
营业外收支	2	1	0	0	0	0
税前利润	150	217	219	295	394	473
利润率	12.7%	18.1%	15.4%	17.0%	17.4%	17.2%
所得税	-18	-28	-24	-35	-47	-57
所得税率	12.2%	12.7%	10.8%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	132	190	195	260	347	416
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	132	190	195	260	347	416
净利率	11.2%	15.8%	13.7%	15.0%	15.3%	15.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	132	190	195	260	347	416
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	115	119	110	108	139	169
非经营收益	7	12	-1	-7	-3	-3
营运资金变动	59	-69	-180	79	-146	-152
经营活动现金净流	312	252	124	441	337	431
资本开支	-130	-113	-204	-160	-160	-160
投资	-4	3	-50	0	0	0
其他	0	1	3	3	3	3
投资活动现金净流	-133	-109	-251	-157	-157	-157
股权募资	0	0	227	37	0	0
债权募资	-155	-32	-34	-52	0	0
其他	-11	-29	-77	-79	-104	-125
筹资活动现金净流	-166	-62	117	-93	-104	-125
现金净流量	14	79	-13	190	76	149

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	86	164	152	341	416	565
应收款项	338	410	438	442	577	701
存货	260	292	468	435	542	658
其他流动资产	14	13	69	62	65	68
流动资产	698	880	1,126	1,280	1,600	1,992
%总资产	54.4%	60.5%	62.7%	64.4%	68.7%	73.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	488	484	575	626	646	637
%总资产	38.1%	33.3%	32.0%	31.5%	27.8%	23.5%
无形资产	80	79	75	76	77	77
非流动资产	584	574	670	707	728	719
%总资产	45.6%	39.5%	37.3%	35.6%	31.3%	26.5%
资产总计	1,282	1,454	1,797	1,987	2,328	2,711
短期借款	81	48	15	0	0	0
应付款项	128	161	186	213	275	335
其他流动负债	93	102	100	118	154	186
流动负债	302	311	301	331	429	521
长期贷款	0	0	1	1	1	1
其他长期负债	55	53	60	2	1	1
负债	357	364	362	334	432	523
普通股股东权益	925	1,090	1,434	1,653	1,896	2,187
其中：股本	361	361	401	404	404	404
未分配利润	338	486	616	798	1,041	1,332
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,282	1,454	1,797	1,987	2,328	2,711

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.365	0.526	0.486	0.643	0.859	1.029
每股净资产	2.563	3.022	3.576	4.091	4.692	5.412
每股经营现金净流	0.864	0.698	0.308	1.090	0.833	1.066
每股股利	0.000	0.000	0.150	0.193	0.257	0.309
回报率						
净资产收益率	14.22%	17.40%	13.60%	15.72%	18.30%	19.02%
总资产收益率	10.26%	13.05%	10.85%	13.08%	14.91%	15.35%
投入资本收益率	12.34%	16.36%	12.74%	14.61%	17.23%	18.04%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.78%	2.10%	18.32%	22.06%	30.54%	21.48%
EBIT增长率	1.06%	50.97%	-3.00%	30.89%	35.25%	20.72%
净利润增长率	14.22%	44.23%	2.75%	33.30%	33.48%	19.90%
总资产增长率	-0.98%	13.42%	23.56%	10.60%	17.15%	16.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.3	90.5	85.2	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	129.0	129.9	141.2	135.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	53.8	66.2	62.5	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	117.7	111.2	108.4	99.5	79.5	64.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.92%	-10.65%	-12.92%	-23.59%	-24.52%	-28.05%
EBIT利息保障倍数	19.6	32.7	67.5	-103.0	-78.4	-72.0
资产负债率	27.84%	25.00%	20.17%	16.81%	18.55%	19.31%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	2	10
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-08	买入	20.18	28.10 ~ 28.10
2	2021-10-31	买入	18.57	26.62 ~ 26.62

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402