

22Q2 毛利率环比改善，多边驱动迎来业绩拐点

2022 年 08 月 31 日

➤ **事件概述:** 2022 年 8 月 26 日, 公司发布 2022 年半年报, 2022H1 实现营业收入 37.19 亿元, 同比-5.89%, 实现归母净利润 4.58 亿元, 同比-19.68%。

➤ **疫情扰动短期经营, 22Q2 毛利率环比改善, 长期增长逻辑不变。1) 业绩:** 22Q2 公司实现营收 15.86 亿元, 同比-22.27%, 归母净利润 1.88 亿元, 同比-33.82%, 主要系 22Q2 受疫情影响严重: 1) 疫情影响工厂产能。受常州疫情影响, 公司常州地区工厂 3 月 21 日起实施临时性停产; 2) 行业销量下滑影响终端需求。据乘联会数据, 22Q2 狭义乘用车批发销量同比-1.61%, 公司核心客户一汽大众 (Q2 销量同比-3.89%)、一汽丰田 (Q2 销量同比-5.05%) 产销量受疫情影响出现下滑; 3) 原材料价格高位影响盈利能力。公司 2022H1 年毛利率为 23.11%, 同比-2.69pct, 主要系车灯业务销售下降, 规模效应减弱所致, 其中 22Q2 毛利率为 24.08%, 同比-1.32pct, 环比+1.7pct, 主要系原材料价格、汇兑及运费等改善所致。2) **费用:** 22H1 公司三费费率为 3.73%, 同比-0.66pct, 费用管控能力增强; 22H1 公司研发投入 2.32 亿元, 同比+40.56%, 研发费用率达 6.23%, 同比+2.06pct, 高研发投入驱动公司创新发展, 成长确定性上行。

➤ **“产品升级+客户拓展+产能扩张” 多边驱动, 公司有望迎来业绩拐点。产品端:** LED 前照灯向 ADB 的升级进一步提升前照灯的单车配套价值量, 2021 年公司承接新项目订单约 135 亿元, 包括 ADB 前照灯、DLP 前照灯及车灯控制器等项目。随着公司高价值量 ADB 大灯等项目有序放量, 公司产品结构将持续向上升级。22H1 公司高清数字大灯研发成功并获得 C-NCAP 高分评价, “全贯穿式一体” 前部灯的研发也在加速推进, 汽车智能化趋势下公司产品将持续受益。

客户端: 公司在巩固原有德系 (一汽大众、德国宝马、德国奥迪等)、日系 (一汽丰田、东风日产、东风本田等)、美系 (上汽通用、长安福特等), 自主品牌汽车 (一汽红旗、吉利汽车、广汽乘用车等) 等客户的基础上加大新能源客户的开拓及相关项目的获取, 目前已获蔚来、小鹏和理想等造车“新势力”定点。22 H1, 公司承接的新能源车型项目数量占比约四成, 优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。**产能端:** 截至 22H1, 公司智能制造产业园一、二、三期项目和汽车电子与研发中心已经竣工并投入使用; 智能制造产业园五期项目已开工建设, 未来产能扩张支撑在手订单放量将推动公司业绩修复。此外, 海外的塞尔维亚工厂于 2020 年开工, 建设顺利, 据公司公告, 来自欧洲主机厂的项目将从 2022 年起陆续进入批产阶段。基于塞尔维亚工厂, 公司将逐步开拓欧洲乃至全球车灯市场, 为公司中长期发展带来重要增量。多边驱动, 公司有望迎来业绩拐点。

➤ **投资建议:** 受疫情等因素影响, 我们下调公司 2022-2024 年归母净利润至 12.76/16.82/21.16 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 33/25/20 倍。公司作为国内车灯龙头企业, 有望享有估值溢价, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 客户车灯 LED 光源升级进度不及预期; 新客户渗透不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7909	9663	11840	14569
增长率 (%)	8.0	22.2	22.5	23.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	949	1276	1682	2116
增长率 (%)	-18.1	34.4	31.8	25.8
每股收益 (元)	3.32	4.47	5.89	7.41
PE	44	33	25	20
PB	5.3	4.8	4.2	3.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 8 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

144.70 元


分析师 邵将

执业证书: S0100521100005

邮箱: shaojiang@mszq.com

研究助理 郭雨蒙

执业证书: S0100122070027

邮箱: guoyumeng@mszq.com

相关研究

1. 民生汽车投资时钟 2022 年中期投资策略: 决战 2025, 布局新一轮汽车复苏的三阶段反弹-2022/06/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7909	9663	11840	14569
营业成本	6163	7353	8905	10897
营业税金及附加	35	51	62	76
销售费用	97	116	134	173
管理费用	218	254	315	391
研发费用	388	435	534	666
EBIT	1019	1454	1890	2366
财务费用	23	-14	-20	-27
资产减值损失	-14	-10	-8	-6
投资收益	0	1	1	1
营业利润	1080	1493	1952	2445
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	1078	1493	1952	2445
所得税	129	218	270	329
净利润	949	1276	1682	2116
归属于母公司净利润	949	1276	1682	2116
EBITDA	1323	1765	2254	2785

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1402	2115	2911	3754
应收账款及票据	2243	2647	3222	4028
预付款项	30	37	45	54
存货	1970	2271	2711	3391
其他流动资产	2556	2554	2555	2559
流动资产合计	8200	9623	11443	13787
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2113	2448	2693	2896
无形资产	418	435	452	468
非流动资产合计	3733	4167	4498	4776
资产合计	11933	13790	15941	18563
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3487	4256	5141	6242
其他流动负债	216	346	438	461
流动负债合计	3703	4602	5579	6703
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	371	371	371	371
非流动负债合计	371	371	371	371
负债合计	4074	4973	5950	7074
股本	286	286	286	286
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7859	8817	9991	11489
负债和股东权益合计	11933	13790	15941	18563

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.01	22.17	22.53	23.05
EBIT 增长率	-21.97	42.68	29.99	25.17
净利润增长率	-18.12	34.38	31.81	25.85
盈利能力 (%)				
毛利率	22.08	23.91	24.79	25.20
净利润率	12.00	13.20	14.20	14.53
总资产收益率 ROA	7.96	9.25	10.55	11.40
净资产收益率 ROE	12.08	14.47	16.83	18.42
偿债能力				
流动比率	2.21	2.09	2.05	2.06
速动比率	1.67	1.59	1.56	1.54
现金比率	0.38	0.46	0.52	0.56
资产负债率 (%)	34.14	36.06	37.33	38.11
经营效率				
应收账款周转天数	48.76	48.74	46.82	48.11
存货周转天数	116.67	113.23	111.44	113.78
总资产周转率	0.66	0.70	0.74	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	3.32	4.47	5.89	7.41
每股净资产	27.51	30.86	34.97	40.22
每股经营现金流	1.82	6.22	7.02	7.58
每股股利	1.10	1.11	1.78	2.17
估值分析				
PE	44	33	25	20
PB	5.3	4.8	4.2	3.6
EV/EBITDA	30.62	22.55	17.30	13.70
股息收益率 (%)	0.75	0.76	1.21	1.48

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	949	1276	1682	2116
折旧和摊销	303	310	364	419
营运资金变动	-717	179	-54	-383
经营活动现金流	520	1778	2005	2166
资本开支	-1257	-749	-702	-706
投资	239	0	0	0
投资活动现金流	-938	-748	-701	-705
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-8	0	0	0
筹资活动现金流	-377	-318	-507	-619
现金净流量	-804	713	796	843

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026