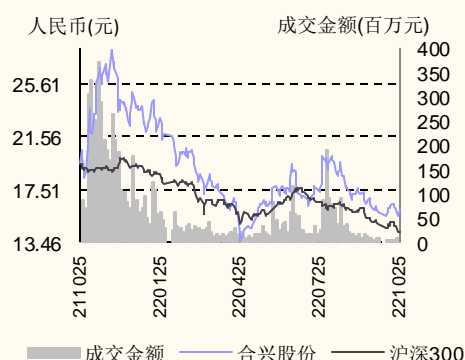


合兴股份 (605005.SH) 买入 (维持评级)**公司点评(简报)**

市场价格(人民币): 15.96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) | 64.50 |
| 年内股价最高最低(元) | 28.35/13.46 |
| 沪深300指数 | 3627 |
| 上证指数 | 2976 |

**相关报告**

- 1.《Q2 净利率回升, 新项目高增逐步量产-合兴股份 22 年中报点评》, 2022.8.9
- 2.《新产品进入头部客户, 智能电动收入高增长-合兴股份 21 年及 22...》, 2022.4.27
- 3.《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》, 2022.10.31

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

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

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

Q3 收入环比+26%, 期待智能电动占比提升**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 | 1,560 | 1,945 | 2,307 |
| 营业收入增长率 | 2.10% | 18.32% | 9.70% | 24.64% | 18.62% |
| 归母净利润(百万元) | 190 | 195 | 190 | 257 | 306 |
| 归母净利润增长率 | 44.23% | 2.75% | -2.51% | 34.94% | 19.26% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.526 | 0.486 | 0.470 | 0.635 | 0.757 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.70 | 0.31 | 0.72 | 0.62 | 0.85 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 17.40% | 13.60% | 11.85% | 14.38% | 15.31% |
| P/E | 0.00 | 48.92 | 33.93 | 25.14 | 21.08 |
| P/B | 0.00 | 6.65 | 4.02 | 3.62 | 3.23 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 10 月 25 日发布三季报, 前三季度收入 10.2 亿元, 同比增长 1%, 归母净利润 1.2 亿元, 同比下降 21%。其中三季度, 收入 3.8 亿元, 同比增长 11%, 环比增长 26%; 归母净利润 0.49 亿元, 同比增长 2%, 环比增长 24%。

经营分析

- **受消费电子拖累, 三季度收入增长 11%**: 前三季度, 国内乘用车批发销量同比增长 14%, 其中, 三季度批发销量同比增长 37%, 环比增长 38%。公司三季度收入同比增长 11%, 低于行业增速, 主要受消费电子板块拖累(公司汽车电子和消费电子收入占比约 75%和 25%)。
- **三季度毛利率环比下降, 净利率相对平稳**: 三季度毛利率为 29.1%, 同比下降 3.3pct, 环比下降 1.6pct, 主要是原材料涨价和折旧增加所致, 以及收入结构变化(2022 年上半年消费电子毛利率比汽车电子高 9pct)。三季度净利率 12.9%, 仅环比下降 0.2pct, 主要是研发费用率环比下降 1.9pct(三季度收入增长带来规模效应)、三季度所得税较少所致。公司项目建设稳步推进, 三季度末在建工程 2.5 亿元, 比年初和年中分别增加 1.0 亿和 0.5 亿元。
- **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, 突破了免焊接鱼眼端子、大电流连接器等关键技术, 年初在研的电池管理系统、混动的变速箱系统、传感器、转向器等产品均已开始量产, 推动新能源车及智能驾驶智能座舱业务占比进一步提升。

盈利预测和投资建议

- 我们调整 2022-2024 年归母净利润至 1.9/2.6/3.1 亿元, 对应 EPS 分别为 0.47/0.64/0.76 元, 对应 PE 分别为 33/25/21 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 | 1,560 | 1,945 | 2,307 |
| 增长率 | | 2.1% | 18.3% | 9.7% | 24.6% | 18.6% |
| 主营业务成本 | -823 | -776 | -982 | -1,075 | -1,321 | -1,561 |
| %销售收入 | 69.9% | 64.5% | 69.1% | 68.9% | 67.9% | 67.7% |
| 毛利 | 354 | 426 | 440 | 485 | 624 | 746 |
| %销售收入 | 30.1% | 35.5% | 30.9% | 31.1% | 32.1% | 32.3% |
| 营业税金及附加 | -8 | -9 | -7 | -8 | -10 | -12 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 销售费用 | -45 | -40 | -31 | -37 | -43 | -51 |
| %销售收入 | 3.8% | 3.3% | 2.2% | 2.4% | 2.2% | 2.2% |
| 管理费用 | -103 | -101 | -120 | -140 | -165 | -196 |
| %销售收入 | 8.8% | 8.4% | 8.5% | 9.0% | 8.5% | 8.5% |
| 研发费用 | -54 | -60 | -71 | -90 | -113 | -134 |
| %销售收入 | 4.6% | 5.0% | 5.0% | 5.8% | 5.8% | 5.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 143 | 216 | 210 | 209 | 293 | 354 |
| %销售收入 | 12.2% | 18.0% | 14.8% | 13.4% | 15.1% | 15.3% |
| 财务费用 | -7 | -7 | -3 | 4 | -5 | -10 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.6% | 0.2% | -0.2% | 0.3% | 0.4% |
| 资产减值损失 | -8 | -13 | -5 | -2 | -2 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 1 | 3 | 5 | 5 | 6 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.4% | 1.3% | 2.3% | 1.7% | 1.7% |
| 营业利润 | 147 | 217 | 219 | 216 | 292 | 348 |
| 营业利润率 | 12.5% | 18.0% | 15.4% | 13.8% | 15.0% | 15.1% |
| 营业外收支 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 150 | 217 | 219 | 216 | 292 | 348 |
| 利润率 | 12.7% | 18.1% | 15.4% | 13.8% | 15.0% | 15.1% |
| 所得税 | -18 | -28 | -24 | -26 | -35 | -42 |
| 所得税率 | 12.2% | 12.7% | 10.8% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 净利润 | 132 | 190 | 195 | 190 | 257 | 306 |
| 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 | 190 | 257 | 306 |
| 净利率 | 11.2% | 15.8% | 13.7% | 12.2% | 13.2% | 13.3% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 132 | 190 | 195 | 190 | 257 | 306 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 115 | 119 | 110 | 111 | 145 | 179 |
| 非经营收益 | 7 | 12 | -1 | 3 | 3 | 7 |
| 营运资金变动 | 59 | -69 | -180 | -13 | -155 | -149 |
| 经营活动现金净流 | 312 | 252 | 124 | 292 | 250 | 343 |
| 资本开支 | -130 | -113 | -204 | -260 | -260 | -260 |
| 投资 | -4 | 3 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 1 | 3 | 5 | 5 | 6 |
| 投资活动现金净流 | -133 | -109 | -251 | -255 | -255 | -254 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 227 | 37 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -155 | -32 | -34 | 25 | 132 | 58 |
| 其他 | -11 | -29 | -77 | -60 | -85 | -105 |
| 筹资活动现金净流 | -166 | -62 | 117 | 3 | 47 | -47 |
| 现金净流量 | 14 | 79 | -13 | 39 | 42 | 42 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 86 | 164 | 152 | 190 | 231 | 273 |
| 应收账款 | 338 | 410 | 438 | 440 | 548 | 650 |
| 存货 | 260 | 292 | 468 | 499 | 612 | 722 |
| 其他流动资产 | 14 | 13 | 69 | 61 | 63 | 66 |
| 流动资产 | 698 | 880 | 1,126 | 1,190 | 1,455 | 1,711 |
| %总资产 | 54.4% | 60.5% | 62.7% | 59.2% | 60.8% | 62.6% |
| 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% | 31.1% | 27.0% | 23.3% |
| 无形资产 | 80 | 79 | 75 | 175 | 271 | 364 |
| 非流动资产 | 584 | 574 | 670 | 821 | 937 | 1,020 |
| %总资产 | 45.6% | 39.5% | 37.3% | 40.8% | 39.2% | 37.4% |
| 资产总计 | 1,282 | 1,454 | 1,797 | 2,011 | 2,392 | 2,731 |
| 短期借款 | 81 | 48 | 15 | 77 | 209 | 267 |
| 应付款项 | 128 | 161 | 186 | 195 | 239 | 283 |
| 其他流动负债 | 93 | 102 | 100 | 106 | 132 | 156 |
| 流动负债 | 302 | 311 | 301 | 378 | 581 | 706 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他长期负债 | 55 | 53 | 60 | 27 | 26 | 26 |
| 负债 | 357 | 364 | 362 | 406 | 608 | 733 |
| 普通股股东权益 | 925 | 1,090 | 1,434 | 1,604 | 1,784 | 1,998 |
| 其中：股本 | 361 | 361 | 401 | 404 | 404 | 404 |
| 未分配利润 | 338 | 486 | 616 | 749 | 929 | 1,143 |
| 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 | 2,011 | 2,392 | 2,731 |

比率分析

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.365 | 0.526 | 0.486 | 0.470 | 0.635 | 0.757 |
| 每股净资产 | 2.563 | 3.022 | 3.576 | 3.970 | 4.414 | 4.944 |
| 每股经营现金净流 | 0.864 | 0.698 | 0.308 | 0.721 | 0.618 | 0.848 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.150 | 0.141 | 0.190 | 0.227 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 14.22% | 17.40% | 13.60% | 11.85% | 14.38% | 15.31% |
| 总资产收益率 | 10.26% | 13.05% | 10.85% | 9.46% | 10.72% | 11.20% |
| 投入资本收益率 | 12.34% | 16.36% | 12.74% | 10.77% | 12.78% | 13.58% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -1.78% | 2.10% | 18.32% | 9.70% | 24.64% | 18.62% |
| EBIT增长率 | 1.06% | 50.97% | -3.00% | -0.45% | 40.39% | 20.52% |
| 净利润增长率 | 14.22% | 44.23% | 2.75% | -2.51% | 34.94% | 19.26% |
| 总资产增长率 | -0.98% | 13.42% | 23.56% | 11.91% | 18.98% | 14.17% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 83.3 | 90.5 | 85.2 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 存货周转天数 | 129.0 | 129.9 | 141.2 | 170.0 | 170.0 | 170.0 |
| 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 | 110.7 | 92.6 | 76.6 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -0.92% | -10.65% | -12.92% | -10.07% | -3.97% | -2.72% |
| EBIT利息保障倍数 | 19.6 | 32.7 | 67.5 | -58.2 | 55.9 | 35.8 |
| 资产负债率 | 27.84% | 25.00% | 20.17% | 20.21% | 25.43% | 26.85% |

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 | 1 | 2 | 8 | 19 |
| 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 |
| 3 | 2022-04-27 | 买入 | 13.58 | N/A |
| 4 | 2022-08-09 | 买入 | 20.14 | N/A |

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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