

## 资产减值影响利润，盈利有望触底回升

### 投资要点

- 业绩总结:** 2022年前三季度，公司实现营业收入19.4亿元，同比增长4.0%；实现归母净利润8951.1万元，同比下降35.1%。2022年三季度实现营业收入6.7亿元，同比增长4.5%；实现归母净利润2784.0万元，同比下降9.7%。
- 收入增长势头良好，减值计提影响利润释放。** 公司收入增长保持良好势头，Q3收入同比增长4.5%，环比增长12.3%。公司Q3毛利率16.3%，环比小幅下降0.5pp。原材料涨价对公司影响已在毛利率中充分体现。根据百川盈孚数据，当前三元乙丙橡胶价格24386元/吨，已自高点回落14.9%。随着新签订单价格逐步向下游传导、原材料价格压力缓解，未来毛利率有望触底回升。公司费用控制良好，销售费用同、环比均有较大降幅，管理费用同比小幅下降，研发费用持续增长。Q3公司计提资产减值损失、信用减值损失合计1449.0万元，致使归母净利润小幅下降9.7%。
- 获比亚迪零部件定点，新能源汽车密封件再下一城。** 公司于7月收到理想汽车签发的《供应商定点意向书》，被理想汽车选定为某项目中的动态密封条的供应商。8月公司收到比亚迪签发的《开发定点通知书》，被选定为4个车型的零部件供应商。公司一直以来坚持以天窗密封带动整车密封的战略，目前正逐步取得成效，打开新能源车密封部件市场。
- 成立卡扣短边框业务子公司，期待新订单落地。** 公司拟出资1000万元，设立德令哈市海德新能源有限公司，从事光伏卡扣短边框组件业务。该产品自2021年6月正式推向市场，已应用于国家光伏、储能实证实验平台(大庆基地)(双玻组件集中式电站)，中建材下属山东泰安某子公司(柔性组件分布式电站)，浙江衢州某工程(双玻组件分布式电站)等项目。卡扣短边框产品已获客户初步认可，期待后续订单落地。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2022~2024年公司归母净利润分别为1.3亿元、2.6亿元、3.7亿元，对应PE分别为46、23、16倍。短期业绩受原材料及资产减值计提影响，随着三元乙丙橡胶价格回落毛利率有望触底回升。近期公司获得理想、比亚迪定点切入新能源车密封部件市场，卡扣短边框订单有望加速落地。维持“买入”评级。
- 风险提示:** 卡扣短边框推广进度低于预期，三元乙丙橡胶等原材料价格波动。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2522.94	2847.18	3429.26	4108.15
增长率	11.47%	12.85%	20.44%	19.80%
归属母公司净利润(百万元)	148.32	130.19	258.72	373.94
增长率	-24.16%	-12.22%	98.73%	44.54%
每股收益EPS(元)	0.25	0.22	0.43	0.62
净资产收益率ROE	7.65%	6.24%	11.16%	14.06%
PE	40	46	23	16
PB	3.00	2.85	2.57	2.25

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师  
电话: 021-58351679  
邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.01
流通A股(亿股)	4.95
52周内股价区间(元)	8.78-16.73
总市值(亿元)	59.28
总资产(亿元)	31.39
每股净资产(元)	3.29

### 相关研究

- 海达股份(300320): 业绩短期承压, 新业务有望加速落地 (2022-08-22)
- 海达股份(300320): 22Q1业绩超预期, 期待卡扣短边框放量 (2022-04-27)
- 海达股份(300320): 橡胶零配件领航者, 卡扣短边框打造第二曲线 (2022-02-27)

### 关键假设：

假设 1：汽车用产品在手订单充足，2022 年因疫情影响，假设收入小幅增长至 8 亿元，并预计 2022、2023 年增速均为 20%；建筑用产品替代 PVC 空间较大，未来保持 15% 左右增速；轨道交通用产品未来保持 5%~10% 增速；航运用产品 2021 年收入爆发，假设 2022、2023 年有所回落，2024 年企稳。据此假设橡胶制品 2022~2024 年收入增速分别为 5.44%、11.07%、14.12%。

假设 2：考虑到公司主要原材料三元乙丙橡胶价格大幅上涨，2022 年橡胶制品毛利率承压，对应毛利率为 18.31%；2023、2024 年起考虑到公司产品定价随原材料价格调整、原材料价格下降等因素，毛利率回升至 21.90%、23.99%。

假设 3：卡扣短边框业务，基于公司现有框架订单及业务拓展情况，假设 2022~2024 年出货分别为 1GW、5GW、10GW，对应单价为 0.10 元/W、0.09 元/W、0.08 元/W。考虑到该产品降本效果明显，在其收入快速成长期毛利率较高，维持在 30%~35% 水平。

假设 4：轻量化铝制品业务收入保持稳定，毛利率受铝锭价格回落有所回升并企稳。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
橡胶制品	收入	1,988.95	2,097.18	2,329.26	2,658.15
	增速	10.00%	5.44%	11.07%	14.12%
	毛利率	23.59%	18.31%	21.90%	23.99%
轻量化铝制品	收入	480.46	600.00	600.00	600.00
	增速	17.64%	24.88%	0.00%	0.00%
	毛利率	9.07%	11.00%	12.00%	12.00%
卡扣短边框	收入		100.00	450.00	800.00
	增速			350.00%	77.78%
	毛利率		35.00%	35.00%	30.00%
其他业务	收入	53.52	50.00	50.00	50.00
	增速	14.70%	-6.58%	0.00%	0.00%
	毛利率	29.26%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	2,522.94	2,847.18	3,429.26	4,108.15
	增速	11.47%	12.85%	20.44%	19.80%
	毛利率	20.95%	17.56%	22.00%	23.48%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2522.94	2847.18	3429.26	4108.15	净利润	154.24	132.19	262.72	376.94
营业成本	1994.47	2347.19	2674.72	3143.36	折旧与摊销	77.27	78.89	88.96	98.58
营业税金及附加	14.07	16.48	19.61	24.65	财务费用	13.16	17.09	20.88	20.08
销售费用	112.63	113.89	154.32	184.87	资产减值损失	-10.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	181.62	193.61	246.91	295.79	经营营运资本变动	-111.53	-109.04	-59.62	-128.17
财务费用	13.16	17.09	20.88	20.08	其他	15.41	-1.24	0.76	-0.18
资产减值损失	-10.77	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>137.78</b>	<b>117.89</b>	<b>313.70</b>	<b>367.25</b>
投资收益	-0.11	0.00	0.00	0.00	资本支出	9.38	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-95.09	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-85.71</b>	<b>-150.00</b>	<b>-150.00</b>	<b>-150.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>185.74</b>	<b>158.93</b>	<b>312.82</b>	<b>439.40</b>	短期借款	-36.40	162.24	-158.57	-177.54
其他非经营损益	-4.39	-3.42	-3.74	-3.63	长期借款	-10.67	50.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>181.35</b>	<b>155.51</b>	<b>309.08</b>	<b>435.77</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	27.11	23.33	46.36	58.83	支付股利	-22.85	-29.66	-26.04	-51.74
净利润	154.24	132.19	262.72	376.94	其他	-5.04	-30.34	-20.88	-20.08
少数股东损益	5.92	2.00	4.00	3.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-74.97</b>	<b>152.25</b>	<b>-105.50</b>	<b>-149.37</b>
归属母公司股东净利润	148.32	130.19	258.72	373.94	<b>现金流量净额</b>	<b>-23.68</b>	<b>120.14</b>	<b>58.21</b>	<b>67.89</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	164.58	284.72	342.93	410.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1291.74	1512.51	1663.93	1915.75	销售收入增长率	11.47%	12.85%	20.44%	19.80%
存货	504.47	585.56	666.68	752.58	营业利润增长率	-19.75%	-14.44%	96.83%	40.47%
其他流动资产	216.95	227.77	274.34	308.11	净利润增长率	-21.74%	-14.30%	98.75%	43.48%
长期股权投资	11.49	11.49	11.49	11.49	EBITDA 增长率	-15.16%	-7.70%	65.81%	32.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	647.75	729.14	800.45	862.15	毛利率	20.95%	17.56%	22.00%	23.48%
无形资产和开发支出	253.06	242.80	232.54	222.29	三费率	12.18%	11.40%	12.31%	12.19%
其他非流动资产	48.81	48.79	48.77	48.76	净利率	6.11%	4.64%	7.66%	9.18%
<b>资产总计</b>	<b>3138.86</b>	<b>3642.79</b>	<b>4041.13</b>	<b>4531.94</b>	ROE	7.65%	6.24%	11.16%	14.06%
短期借款	239.39	401.63	243.06	65.52	ROA	4.91%	3.63%	6.50%	8.32%
应付和预收款项	757.78	978.36	1196.63	1437.56	ROIC	7.41%	6.11%	10.73%	13.92%
长期借款	44.15	94.15	194.15	294.15	EBITDA/销售收入	10.95%	8.95%	12.33%	13.58%
其他负债	81.61	50.20	52.17	54.39	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1122.93</b>	<b>1524.34</b>	<b>1686.00</b>	<b>1851.61</b>	总资产周转率	0.82	0.84	0.89	0.96
股本	601.23	601.23	601.23	601.23	固定资产周转率	4.15	4.45	4.73	5.18
资本公积	362.54	362.54	362.54	362.54	应收账款周转率	2.29	2.31	2.49	2.66
留存收益	1013.19	1113.71	1346.39	1668.59	存货周转率	4.33	4.29	4.26	4.42
归属母公司股东权益	1976.97	2077.49	2310.17	2632.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.42%	—	—	—
少数股东权益	38.96	40.96	44.96	47.96	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2015.93</b>	<b>2118.45</b>	<b>2355.13</b>	<b>2680.33</b>	资产负债率	35.77%	41.85%	41.72%	40.86%
负债和股东权益合计	3138.86	3642.79	4041.13	4531.94	带息债务/总负债	25.25%	32.52%	25.93%	19.42%
					流动比率	2.10	1.88	2.03	2.23
					速动比率	1.61	1.46	1.57	1.74
					股利支付率	15.40%	22.79%	10.06%	13.84%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.25	0.22	0.43	0.62
					每股净资产	3.29	3.46	3.84	4.38
					每股经营现金	0.23	0.20	0.52	0.61
					每股股利	0.04	0.05	0.04	0.09
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	276.17	254.90	422.67	558.06					
PE	39.97	45.54	22.91	15.85					
PB	3.00	2.85	2.57	2.25					
PS	2.35	2.08	1.73	1.44					
EV/EBITDA	21.77	23.89	14.13	10.44					
股息率	0.39%	0.50%	0.44%	0.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn