

# 爱柯迪 (600933. SH) -2023年三季报点评

新能源项目放量，在手订单充沛

买入

## 核心观点

**新能源订单释放，三电件、车身结构件等中大件产品拉动增长。**爱柯迪 2023 前三季度实现营业收入 42.35 亿元，同比增长 39.92%，实现归母净利润 5.98 亿元，同比增长 46.70%。其中 2023Q3 实现营业收入 15.91 亿元，同比增长 33.37%，环比增长 14.74%，实现归母净利润 2.02 亿元，同比增长 3.88%，环比-10.92%。公司业绩增长得益于稳健推进战略转型升级与全球化布局，前期开拓的新能源项目订单放量。上半年公司预计铝合金压铸板块中获得的新能源汽车项目寿命期内新增收入占比超过 90%，其中新能源三电系统占比约 40%，新能源车身结构件占比超过 30%，截至 2023 年 9 月初，公司预计新能源汽车零部件铝合金产品在手订单金额超过 250 亿元，预计在未来 4-7 年内实现销售收入。

**第三季度毛利率环比提升，预计受到汇兑损失影响，净利率有所下滑。**公司 2023Q3 实现销售毛利率 28.79%，同比-1.26pct，环比+0.26pct，实现归母净利率 12.68%，同比-3.60pct，环比-3.65pct。虽然第三季度铝合金原材料价格相较于二季度末上涨了 7.7%，公司毛利率仍实现环比小幅改善，我们预计得益于产能释放的规模效应。费用方面，公司 2023Q3 财务费用率 1.20%，环比+6.35pct，公司外销比例较大（2023 年上半年海外收入占比 41%），公司财务费用率增加受损于外汇损失。

**海外拓展加速，产能进入释放周期。**产能方面，公司柳州基地于 2022Q2 正式竣工投产，智能制造科技产业园项目于 2022 年 11 月厂房竣工交付，安徽一期项目计划于 2024 年下半年竣工交付，墨西哥一期生产基地已于 2023 年 7 月投入量产使用，二期工厂主打 3000T-5000T 压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品，预计达产后新增新能源汽车结构件产能 175 万件/年、新能源汽车三电系统零部件产能 75 万件/年，配套北美地区新能源汽车市场。建设马来西亚生产基地，完善产业链配套，保障原材料供应，同时规划压铸车间和配套的加工车间，用于直接出口美国的汽车铝合金零件生产，项目计划于 2024 年上半年竣工。

**风险提示：**新能源汽车销量不及预期、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、客户拓展风险、市场风险、技术风险。

**投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司深耕精密铝合金零部件，新能源订单持续放量，维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.30/10.51/13.36 亿元，同比增长 28.0%/26.6%/27.1%，当前股价对应 PE 为 23/18/14，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,206	4,265	5,717	7,237	9,102
(+/-%)	23.7%	33.1%	34.0%	26.6%	25.8%
净利润(百万元)	310	649	830	1051	1336
(+/-%)	-27.2%	109.3%	28.0%	26.6%	27.1%
每股收益(元)	0.36	0.73	0.93	1.17	1.49
EBIT Margin	11.0%	14.9%	17.0%	17.4%	17.6%
净资产收益率(ROE)	6.8%	12.0%	14.0%	16.0%	18.1%
市盈率(PE)	59.2	29.0	23.0	18.1	14.3
EV/EBITDA	30.8	23.1	19.5	16.3	13.8
市净率(PB)	4.02	3.47	3.22	2.90	2.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：王少南

021-60375446

wangshaonan@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

21.27 元

收盘价

19060/19060 百万元

总市值/流通市值

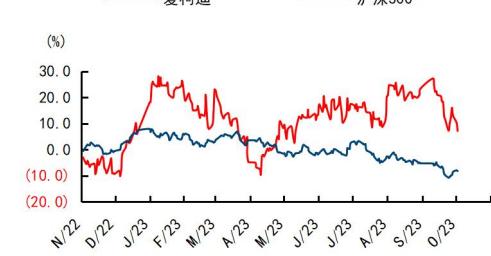
26.42/17.03 元

52 周最高价/最低价

108.13 百万元

近 3 个月日均成交额

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《爱柯迪 (600933. SH) -2023 年中报点评-新能源订单放量，海外拓展进程加速》——2023-08-27
- 《爱柯迪 (600933. SH) -2023 年半年度业绩预告点评-新能源订单放量，中报净利润预增 76%-95%》——2023-07-16
- 《爱柯迪 (600933. SH) -深耕铝合金精密压铸，产品向中大件延伸》——2023-06-08
- 《爱柯迪 (600933. SH) -2023 年一季报点评-季报营收同比增长 39%，拟定增加速北美业务扩张》——2023-05-01
- 《爱柯迪 (600933. SH) -2022 年年报点评-新能源订单持续放量，2022 年归母净利润增长 10%》——2023-03-27

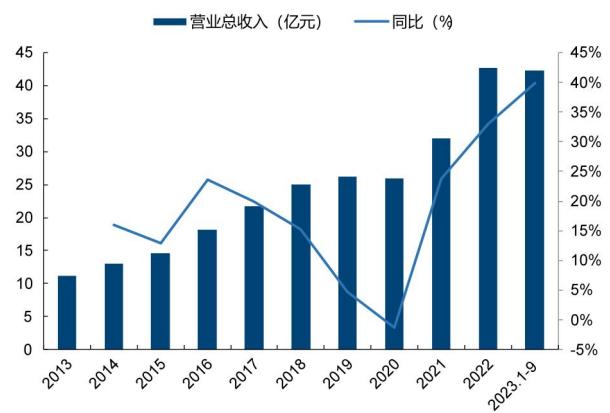
**新能源订单释放,收入保持高增。**爱柯迪 2023 前三季度实现营业收入 42.35 亿元,同比增长 39.92%,实现归母净利润 5.98 亿元,同比增长 46.70%,实现扣非归母净利润 5.89 亿元,同比增长 48.13%。其中 2023Q3 实现营业收入 15.91 亿元,同比增长 33.37%,环比增长 14.74%,实现归母净利润 2.02 亿元,同比增长 3.88%,环比-10.92%,实现扣非归母净利润 1.99 亿元,同比-5.97%,环比-16.23%。

公司稳健推进战略转型升级与全球化布局,前期开拓的新能源领域和智能驾驶领域项目订单持续放量,根据 marklines,美国市场 Q3 汽车销量 245.78 万辆,同比 11%,罢工等事件尚未影响到海外三季度汽车市场。公司 2022 年新能源汽车用产品销售收入占比已提升至约 20%,2022 年铝合金压铸板块获得的项目中新能源新增收入占比约 70%,为公司增长提供动力。国内 2023 年 1-9 月份新能源汽车产销分别完成 631.3 万辆和 627.8 万辆,同比增长 33.7% 和 37.5%,依然保持较高的增长。截至 2023 年 9 月初,公司预计新能源汽车零部件铝合金产品在手订单金额超过 250 亿元,预计在未来 4~7 年内实现销售收入。

**第三季度毛利率环比提升,预计受到汇兑损失影响,净利率有所下滑。**公司 2023 前三季度销售毛利率 28.96%,同比+1.92pct,归母净利率 14.11%,同比+0.65pct。公司 2023Q3 实现销售毛利率 28.79%,同比-1.26pct,环比+0.26pct,实现归母净利率 12.68%,同比-3.60pct,环比-3.65pct。虽然第三季度铝合金原材料价格相较于二季度末上涨了 7.74%,公司毛利率仍实现环比小幅改善,我们预计得益于产能释放的规模效应。

费用方面,公司 2023 前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.31%、5.58%、4.58%、-0.94%,同比-0.03pct、-0.47pct、-0.15pct、+1.05pct。2023Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.22%、5.54%、4.32%、1.20%,同比变化为-0.16pct、+0.17pct、+0.25pct、+4.73pct,环比变化为-0.13pct、+0.19pct、-0.07pct、+6.35pct。公司财务费用率增加受损于外汇损失,公司外销比例较大(2023 年上半年海外收入占比 41%),第三季度末美元兑人民币相较于二季度末下跌 0.64%,欧元兑人民币下跌 3.71%,汇率的变化对公司影响较大。

图1: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

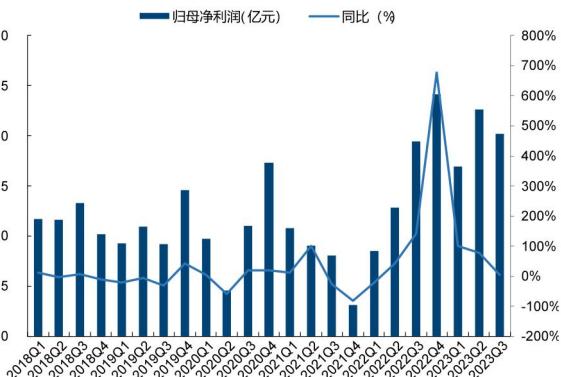
图2: 公司单季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图3：公司净利润及增速**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图4：公司单季度净利润及增速**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图5：公司毛利率及净利率**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图6：公司单季度毛利率及净利率**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 持续完善产品品类，提升中小件“隐形冠军”产品市场占有率，新能源业务成为公司发展驱动力。

公司成立以来专注于汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，传统产品覆盖汽车雨刮系统、转向系统、发动机系统、传动系统、制动系统等通用中小型精密压铸件，目前公司产品品种约为 4000 种。

同时公司加快在新能源汽车和智能汽车领域的市场布局，基本上实现了新能源汽车三电系统、车身结构件、热管理系统、智能驾驶系统（影像、雷达、域控、中控显示、HUD）等用铝合金精密压铸件产品的覆盖。2022 年公司铝合金压铸板块获得的新能源汽车项目生命周期内预计新增销售收入占比约为 70%，其中新能源三电系统占比约为 40%，新能源车身结构件占比约为 5%，智能驾驶系统项目占比约为 12%，热管理系统项目占比约为 10%。进一步的，2023 年上半年，公司铝合金压铸板块获得的新能源汽车项目寿命期内预计新增销售收入占比超过 90%，其中新能源三电系统占比约 40%，新能源车身结构件占比超过 30%。

2020 年、2021 年、2022 年及 2023 年 1-6 月，公司新能源汽车结构件及三电系统零部件的收入分别为 8759.45 万元、20895.65 万元、50272.21 万元、46712.26

万元，呈快速增长趋势。

除铝合金项目外，2022年7月公司完成对爱柯迪富乐精密科技（太仓）有限公司67.50%股权的收购，后者主要从事锌合金精密压铸件，主要应用于汽车安全系统（安全带、安全气囊）、电子系统（天线、点火开关、遥控钥匙）、电机系统（电机壳）、座椅系统（座椅轨道齿轮箱零件）、转向系统（方向机锁止机构、转向柱密封盖）等多个系统，丰富公司产品品类。2023年上半年富乐精密实现营业收入1.85亿元，净利润2707万元。

### **布局产能逐步释放，保障增长能力。**

公司柳州生产基地于2022年第二季度正式竣工投产，该工厂拟用于建设汽车轻量化铝合金精密压铸件，项目达产后预计可实现年产能3000万件汽车轻量化铝合金精密压铸件：转向系统1300万件、传动系统600万件、制动系统600万件、三电系统500万件等。

2022年10月完成发行可转债15.7亿元，建设爱柯迪智能制造产业园项目，该项目已于2022年11月份厂房竣工交付，根据环评报告披露，产品涵盖新能源汽车电池系统单元300万件、电机壳体250万件、电控及其他类壳体150万件、车身部件（后底板等）10万件等。公司将引进800吨到8400吨不等的国内外中大型压铸单元。

2022年在安徽含山购置土地430余亩，2022年2月、2022年5月分别设立爱柯迪（安徽）新能源、爱柯迪（马鞍山）新能源。公司安徽一期项目约270亩已于2023年3月8日正式动工，计划于2024年下半年竣工交付。

**同时，公司布局全球化战略多年，分别在墨西哥设立了北美生产基地和仓储中心，在德国设立了项目研发及销售中心，在马来西亚设立东南亚基地等。**

公司在墨西哥已经具备较长时间生产、管理经验，2014年启动对墨西哥的生产基地与仓储中心建设。墨西哥一期生产基地已于2023年7月投入量产使用，现已启动墨西哥二期工厂建设，主打3000吨-5000吨压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品。

2023年4月公司发布向特定对象发行A股股票预案（7月15日发布公告已获得上交所受理），拟在墨西哥投资建设新能源汽车结构件及三电系统零部件生产基地，项目投资额为12.33亿元，预计达产后新增新能源汽车结构件产能175万件/年、新能源汽车三电系统零部件产能75万件/年，专注于北美地区新能源汽车市场。截至9月27日，公司已取得了北美新能源主机厂客户、新能源汽车三电系统核心零部件一级供应商等客户的在手订单金额约为28.66亿元，主要集中在未来4-7年内实现销售收入。

推进马来西亚生产基地建设，完善产业链配套，保障原材料供应。公司于2022年6月新设立境外全资子公司IKD (MALAYSIA) SDN. BHD，购入工业用地60亩，拟建设铝合金所需基础原料的采购与生产，以期保障原材料制造成本和稳定的铝液质量。同时规划压铸车间和配套的加工车间，用于直接出口美国的汽车铝合金零件生产，项目计划于2024年上半年竣工。

**表1：公司生产基地投建**

生产基地	项目	年产能	使用状态
柳州生产基地	汽车轻量化铝合金精密压铸件项目	年产 3000 万件汽车轻量化铝合金精密压铸件	2022 年第二季度正式竣工投产
宁波江北生产基地	爱柯迪智能制造科技产业园	年产铝合金汽车零部件 710 万件	2022 年 11 月份厂房竣工交付
安徽马鞍山生产基地	新能源汽车三电系统零部件及汽车结构件智能制造项目	一期项目约 270 亩已于 2023 年 3 月正式动工。	
墨西哥北美生产基地	铝合金汽车零部件	墨西哥一期生产基地已于 2023 年 7 月投入量产使用，启动墨西哥二期工厂建设，主打 3000 吨-5000 吨压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品。	
马来西亚生产基地	建设铝合金所需的基础原料的采购与生产 规划压铸车间和配套的加工车间	该项目计划于 2024 年上半年竣工。	

资料来源：公司公告，公司官网，环评报告，国信证券经济研究所整理

**盈利预测与投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。**

公司深耕精密铝合金零部件，新能源订单持续放量，业绩保持高速增长，维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.30/10.51/13.36 亿元，同比增长 28.0%/26.6%/27.1%，当前股价对应 PE 为 23/18/14，维持“买入”评级。

**表2：同类公司估值比较（20231031）**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601689.SH	拓普集团	买入	64.44	710	1.54	2.18	3.00	42	30	21
603305.SH	旭升集团	买入	17.68	165	1.05	0.86	1.10	17	21	16
002126.SZ	银轮股份	买入	17.56	141	0.48	0.76	1.03	36	23	17
	平均				1.03	1.27	1.71	32	24	18
600933.SH	爱柯迪	买入	21.27	191	0.73	0.93	1.17	29	23	18

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1329	2514	3268	4085	4902	营业收入	3206	4265	5717	7237	9102
应收款项	857	1446	1723	1983	2494	营业成本	2362	3081	4040	5145	6484
存货净额	767	862	1183	1517	1924	营业税金及附加	22	29	39	49	62
其他流动资产	516	386	514	651	819	销售费用	43	64	80	101	127
<b>流动资产合计</b>	<b>3470</b>	<b>5207</b>	<b>6688</b>	<b>8237</b>	<b>10139</b>	管理费用	241	251	314	348	423
固定资产	2093	2932	3640	4103	4516	研发费用	184	205	272	334	400
无形资产及其他	324	441	419	397	375	财务费用	86	(87)	42	77	97
投资性房地产	678	1336	1336	1336	1336	投资收益	67	24	20	20	20
长期股权投资	7	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	2	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6571</b>	<b>9924</b>	<b>12092</b>	<b>14081</b>	<b>16375</b>	其他收入	(181)	(215)	(272)	(334)	(400)
短期借款及交易性金融负债	808	1303	2414	3287	4206	营业利润	340	741	950	1203	1529
应付款项	352	586	934	1198	1519	营业外净收支	8	1	0	0	0
其他流动负债	144	211	286	364	461	<b>利润总额</b>	<b>349</b>	<b>742</b>	<b>950</b>	<b>1203</b>	<b>1529</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1304</b>	<b>2100</b>	<b>3634</b>	<b>4849</b>	<b>6185</b>	所得税费用	26	68	87	111	140
长期借款及应付债券	0	1447	1447	1447	1447	少数股东损益	13	25	33	41	52
其他长期负债	625	763	863	963	1063	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>310</b>	<b>649</b>	<b>830</b>	<b>1051</b>	<b>1336</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>625</b>	<b>2210</b>	<b>2310</b>	<b>2410</b>	<b>2510</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1929</b>	<b>4310</b>	<b>5944</b>	<b>7259</b>	<b>8695</b>	<b>净利润</b>	<b>310</b>	<b>649</b>	<b>830</b>	<b>1051</b>	<b>1336</b>
少数股东权益	80	201	221	247	279	资产减值准备	5	1	1	1	1
股东权益	4562	5413	5926	6575	7400	折旧摊销	305	363	313	358	407
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6571</b>	<b>9924</b>	<b>12092</b>	<b>14081</b>	<b>16375</b>	公允价值变动损失	(2)	(5)	0	0	0
						财务费用	86	(87)	42	77	97
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(1235)	(770)	(203)	(288)	(567)
每股收益	0.36	0.73	0.93	1.17	1.49	其它	(2)	14	19	24	31
每股红利	0.27	0.28	0.35	0.45	0.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>(619)</b>	<b>252</b>	<b>961</b>	<b>1146</b>	<b>1209</b>
每股净资产	5.29	6.13	6.61	7.34	8.26	资本开支	(721)	(1196)	(1000)	(800)	(800)
ROIC	5%	10%	9%	10%	11%	其它投资现金流	33	1	0	0	0
ROE	7%	12%	14%	16%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(678)</b>	<b>(1196)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>
毛利率	26%	28%	29%	29%	29%	权益性融资	(101)	238	0	0	0
EBIT Margin	11%	15%	17%	17%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	23%	22%	22%	22%	支付股利、利息	(235)	(248)	(318)	(402)	(511)
收入增长	24%	33%	34%	27%	26%	其它融资现金流	1255	2388	1111	873	919
净利润增长率	-27%	109%	28%	27%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>684</b>	<b>2130</b>	<b>793</b>	<b>471</b>	<b>408</b>
资产负债率	31%	45%	51%	53%	55%	<b>现金净变动</b>	<b>(613)</b>	<b>1185</b>	<b>754</b>	<b>817</b>	<b>817</b>
股息率	1.2%	1.3%	1.7%	2.1%	2.7%	货币资金的期初余额	1941	1329	2514	3268	4085
P/E	59	29	23	18	14	货币资金的期末余额	1329	2514	3268	4085	4902
P/B	4.0	3.5	3.2	2.9	2.6	企业自由现金流	(1324)	(1026)	(7)	414	499
EV/EBITDA	30.8	23.1	19.5	16.3	13.8	权益自由现金流	(70)	1362	1048	1208	1321

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032