

平台化战略持续推进，汽车电子实现较高增长

核心观点

- 业绩符合预期。**公司上半年营业收入 122.22 亿元，同比增长 33.4%；归母净利润 14.56 亿元，同比增长 33.1%；扣非归母净利润 12.96 亿元，同比增长 26.1%。2 季度营业收入 65.34 亿元，同比增长 39.3%，环比增长 14.9%；归母净利润 8.11 亿元，同比增长 25.9%，环比增长 25.6%；扣非归母净利润 7.00 亿元，同比增长 15.3%，环比增长 17.4%。
- 2 季度毛利率承压，费用率维稳。**上半年毛利率 21.3%，同比减少 1.2 个百分点；2 季度毛利率 20.4%，同比减少 2.9 个百分点，环比减少 2.0 个百分点，预计主要系原材料价格波动、年降落地以及新工厂产能爬坡等综合所致。上半年期间费用率 8.7%，同比增长 0.1 个百分点，其中销售/管理/研发费用率分别同比+0.1/-0.2/-0.6 个百分点。上半年确认可转债费用 4395 万元，实际应付利息支出 248 万元，影响净利润 4147 万元，叠加汇兑损益减少，财务费用同比提升 0.7 个百分点。上半年经营活动现金流净额 10.38 亿元，同比减少 15.3%，主要系购买商品及劳务支付增加所致。
- 平台化战略持续推进，汽车电子进入收获期。**公司坚持产品平台化战略，单车配套价值不断提升，对内与赛力斯、理想、小米、比亚迪、吉利、蔚来等车企 Tier 0.5 级业务合作持续推进；对外与美国创新车企、RIVIAN 以及通用、福特、宝马、STELLANTIS 等传统车企在新能源车业务展开合作。公司优势业务综合竞争力不断增强，收入保持稳步增长，上半年内饰功能件、底盘系统、减震器、热管理系统业务分别实现营收 39.08/37.89/21.43/9.19 亿元，同比分别增长 24.3%/31.5%/18.0%/18.4%，毛利率同比下降 2.78/2.58/3.41/1.34 个百分点，预计主要系原材料成本上升以及年降落地所致。上半年汽车电子类产品订单开始放量，实现收入 7.07 亿元，同比增长 743.6%；空气悬架、智能座舱、线控制动 IBS、线控转向 EPS 等项目陆续量产，其中空气悬架产品跟随问界 M9、小米 SU7 等车型迅速放量，单车价值高，有望成为公司重要增长点。上半年电驱系统实现营收 627 万元，毛利率 52.3%，公司 2 条机器人电驱系统生产线于年初投产，机器人业务有望成为公司的中长期新增长极。
- 产能建设稳步进行，国际化战略加速。**杭州湾八期、九期及西安、济南、河南、墨西哥等工厂建设持续推进中，公司 8 月 16 日宣布“年产 330 万套轻量化底盘系统建设项目”部分产能将于墨西哥进行建设以满足北美客户属地化建设需求，提升供应链安全性和获客效率，项目预计可使用时间为 2025 年 10 月。公司突破欧洲宝马球铰铝控制臂项目，为承接更多欧洲本土订单，公司正在筹划波兰二期工厂。新工厂投产预计将持续强化公司全球竞争力，为公司长远发展奠定基础。

盈利预测与投资建议

- 预测 2024-2026 年归母净利润为 28.32、36.45、48.15 亿元，可比公司 2024 年 PE 平均估值 25 倍，目标价 42.00 元，维持买入评级。

风险提示

乘用车行业销量低于预期、NVH 产品、内饰功能件产品、轻量化底盘产品、热管理产品配套量低于预期、产品价格下降幅度超预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,993	19,701	25,278	33,216	42,111
同比增长(%)	39.5%	23.2%	28.3%	31.4%	26.8%
营业利润(百万元)	1,978	2,476	3,210	4,132	5,457
同比增长(%)	72.8%	25.2%	29.6%	28.7%	32.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,700	2,151	2,832	3,645	4,815
同比增长(%)	67.1%	26.5%	31.7%	28.7%	32.1%
每股收益(元)	1.01	1.28	1.68	2.16	2.86
毛利率(%)	21.6%	23.0%	23.1%	22.9%	23.2%
净利率(%)	10.6%	10.9%	11.2%	11.0%	11.4%
净资产收益率(%)	15.0%	16.6%	17.0%	17.4%	19.8%
市盈率	32.5	25.7	19.5	15.2	11.5
市净率	4.6	4.0	2.8	2.5	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2024年08月30日)	33.66 元
目标价格	42.00 元
52 周最高价/最低价	53.95/29.57 元
总股本/流通 A 股 (万股)	168,603/168,603
A 股市值 (百万元)	56,752
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024 年 08 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.22	-4.86	-13.08	-37.18
相对表现%	6.39	-3.44	-5.49	-24.85
沪深 300%	-0.17	-1.42	-7.59	-12.33



证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860523070005

相关报告

预计海外业务是增长点，汽车电子及机器人业务将打开新的增长空间	2024-07-31
毛利率改善及下游客户放量促进业绩超预期	2024-04-28
毛利率改善，海外业务拓展顺利	2024-04-27

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2024年8月30日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
三花智控	002050	17.34	0.78	0.94	1.13	1.34	22.16	18.35	15.33	12.96
华阳集团	002906	23.88	0.89	1.23	1.63	2.09	26.95	19.46	14.63	11.44
德赛西威	002920	91.19	2.79	3.79	4.92	6.20	32.72	24.09	18.54	14.70
上声电子	688533	22.41	0.99	1.53	1.98	2.50	22.55	14.69	11.33	8.95
伯特利	603596	37.2	1.47	1.94	2.53	3.22	25.31	19.22	14.73	11.55
经纬恒润-W	688326	62.19	-1.81	-0.46	1.94	3.41	-34.35	-136.56	32.14	18.22
全志科技	300458	22.14	0.04	0.41	0.58	0.79	609.92	54.49	38.02	28.18
机器人	300024	9.44	0.03	0.16	0.23	0.33	304.52	60.32	41.64	28.87
调整后平均							72.37	25.05	22.23	16.17

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,796	2,855	7,765	11,319	15,519	营业收入	15,993	19,701	25,278	33,216	42,111
应收票据、账款及款项融资	5,916	6,601	9,251	11,857	14,851	营业成本	12,536	15,163	19,427	25,605	32,354
预付账款	117	116	174	223	273	营业税金及附加	94	148	152	199	253
存货	3,256	3,245	4,687	6,102	7,480	营业费用	220	259	341	448	569
其他	350	675	603	629	720	管理费用及研发费用	1,174	1,530	1,959	2,624	3,327
流动资产合计	12,435	13,492	22,481	30,130	38,844	财务费用	(12)	86	143	142	142
长期股权投资	142	140	137	139	139	资产、信用减值损失	104	268	125	143	88
固定资产	8,726	11,518	12,004	11,678	10,936	公允价值变动收益	(1)	(0)	0	0	0
在建工程	3,554	3,000	1,605	908	560	投资净收益	39	4	30	40	40
无形资产	1,228	1,390	1,353	1,315	1,277	其他	62	226	49	38	38
其他	1,427	1,230	1,393	1,334	1,209	营业利润	1,978	2,476	3,210	4,132	5,457
非流动资产合计	15,076	17,278	16,491	15,374	14,121	营业外收入	6	4	5	5	5
资产总计	27,511	30,770	38,972	45,504	52,965	营业外支出	24	18	5	5	5
短期借款	1,133	1,000	1,116	1,083	1,066	利润总额	1,960	2,462	3,210	4,132	5,457
应付票据及应付账款	7,815	8,263	11,486	15,018	18,578	所得税	261	312	369	475	628
其他	673	1,961	1,076	1,237	1,425	净利润	1,699	2,150	2,841	3,656	4,830
流动负债合计	9,621	11,224	13,677	17,337	21,069	少数股东损益	(1)	(1)	9	11	15
长期借款	2,825	2,506	2,506	2,506	2,506	归属于母公司净利润	1,700	2,151	2,832	3,645	4,815
应付债券	2,357	2,436	2,436	2,436	2,436	每股收益(元)	1.01	1.28	1.68	2.16	2.86
其他	547	789	737	768	765						
非流动负债合计	5,730	5,732	5,679	5,711	5,707	主要财务比率					
负债合计	15,350	16,955	19,356	23,048	26,776		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	31	30	39	50	65	成长能力					
实收资本(或股本)	1,102	1,102	1,686	1,686	1,686	营业收入	39.5%	23.2%	28.3%	31.4%	26.8%
资本公积	5,341	5,341	8,272	8,272	8,272	营业利润	72.8%	25.2%	29.6%	28.7%	32.1%
留存收益	5,565	7,205	9,541	12,337	16,058	归属于母公司净利润	67.1%	26.5%	31.7%	28.7%	32.1%
其他	122	136	78	112	108	获利能力					
股东权益合计	12,160	13,814	19,615	22,457	26,189	毛利率	21.6%	23.0%	23.1%	22.9%	23.2%
负债和股东权益总计	27,511	30,770	38,972	45,504	52,965	净利率	10.6%	10.9%	11.2%	11.0%	11.4%
						ROE	15.0%	16.6%	17.0%	17.4%	19.8%
						ROIC	11.1%	11.3%	12.6%	13.7%	16.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	55.8%	55.1%	49.7%	50.6%	50.6%
净利润	1,699	2,150	2,841	3,656	4,830	净负债率	29.1%	31.7%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	804	1,183	1,215	1,335	1,387	流动比率	1.29	1.20	1.64	1.74	1.84
财务费用	(12)	86	143	142	142	速动比率	0.95	0.90	1.28	1.36	1.47
投资损失	(39)	(4)	(30)	(40)	(40)	营运能力					
营运资金变动	(134)	(270)	(1,115)	(725)	(984)	应收账款周转率	4.3	4.2	4.3	4.3	4.2
其它	(34)	221	(155)	170	163	存货周转率	4.4	4.5	4.7	4.5	4.5
经营活动现金流	2,284	3,366	2,899	4,540	5,497	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
资本支出	(5,611)	(3,475)	(211)	(211)	(211)	每股指标(元)					
长期投资	(7)	4	(0)	(1)	1	每股收益	1.01	1.28	1.68	2.16	2.86
其他	512	60	75	110	(22)	每股经营现金流	2.07	3.05	1.72	2.69	3.26
投资活动现金流	(5,106)	(3,410)	(136)	(103)	(232)	每股净资产	7.19	8.18	11.61	13.29	15.49
债权融资	4,879	1,024	(845)	142	187	估值比率					
股权融资	0	0	3,515	0	0	市盈率	32.5	25.7	19.5	15.2	11.5
其他	(582)	(1,096)	(523)	(1,025)	(1,252)	市净率	4.6	4.0	2.8	2.5	2.1
筹资活动现金流	4,297	(71)	2,146	(883)	(1,065)	EV/EBITDA	19.8	14.7	12.0	9.8	7.9
汇率变动影响	(0)	20	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.9	21.4	16.4	12.8	9.8
现金净增加额	1,475	(96)	4,909	3,554	4,200						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。