

3 季度毛利率环比改善，体系外客户收入比重持续提升

核心观点

- 业绩符合预期。**公司前三季度营业收入 1194.91 亿元，同比下降 1.7%；归母净利润 44.73 亿元，同比下降 5.6%；扣非归母净利润 40.87 亿元，同比下降 1.3%。3 季度营业收入 421.99 亿元，同比下降 5.4%，环比增长 4.8%；归母净利润 16.11 亿元，同比下降 15.2%，环比增长 0.7%；扣非归母净利润 14.77 亿元，同比下降 15.6%，环比下降 3.1%。3 季度公司克服业内客户销量承压、行业降价诉求频繁等不利因素，通过开拓增量市场、落实降本控费等措施实现经营业绩维稳。
- 3 季度毛利率环比提升，费用率小幅改善。**前三季度毛利率 12.2%，同比下降 0.7 个百分点，毛利率同比下降预计主要受主机厂客户降价影响；3 季度毛利率 12.3%，同比基本持平，环比提升 0.6 个百分点；前三季度期间费用率 9.4%，同比下降 0.4 个百分点，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-0.1/-0.1/-0.4/+0.2 个百分点。前三季度经营活动现金流净额 56.19 亿元，同比下降 22.5%。
- 持续推进中性化战略，分散业内客户下滑压力。**3 季度上汽大众/上汽通用销量同比分别下滑 21.0%/80.6%，环比分别下滑 1.5%/53.6%，公司持续推动客户中性化、分散化进程，上半年业外客户营收占比超过 60%，特斯拉上海、赛力斯、比亚迪、吉利、奇瑞等主要业外客户 3 季度销量表现较好，对冲公司业内客户下滑压力。上半年公司新获业务生命周期订单中，国内自主品牌配套金额超过 50%，新能源车型业务超过 70%，预计业外客户及新能源业务将助力公司经营实现平稳向上。
- 内外饰业务经营稳健，全球业务平台打开新空间。**据公司财务分析报告，3 季度公司内外饰件/金属成型及模具/功能件/电子电器件/热加工件业务分别实现营收 926/57/192/47/4 亿元，同比分别-0.3%/-40.3%/-15.9%/+0.6%/-23.5%；3 季度内外饰件/金属成型及模具/功能件/电子电器件/热加工件业务分别实现净利润 27.1/2.1/16.6/-0.9/-0.2 亿元，营收占比最大的内外饰件业务 3 季度净利润实现同比微增。公司通过国际并购、资源整合等方式搭建全球汽车内饰业务平台，促进内饰业务国际化发展，汽车座椅、被动安全等业务已为大众、奥迪、特斯拉、奔驰、宝马、通用等全球客户提供平台化项目配套。

盈利预测与投资建议

- 调整毛利率及费用率等，预测 2024-2026 年 EPS 分别为 2.08、2.24、2.32 元（原 2.17、2.36、2.48 元），维持可比公司 24 年 PE 平均估值 9 倍，目标价 18.72 元，维持买入评级。

风险提示

乘用车行业需求低于预期影响盈利、整车行业降价压力传导影响盈利。

公司主要财务信息

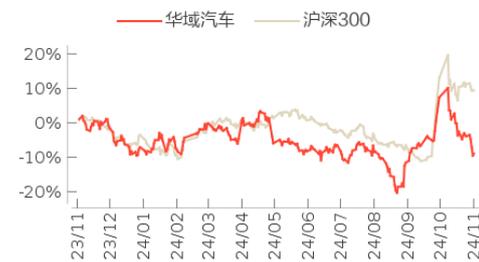
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	158,268	168,594	179,462	190,840	201,703
同比增长(%)	13.1%	6.5%	6.4%	6.3%	5.7%
营业利润(百万元)	9,108	8,818	9,431	10,151	10,512
同比增长(%)	2.0%	-3.2%	7.0%	7.6%	3.6%
归属母公司净利润(百万元)	7,203	7,214	6,557	7,071	7,322
同比增长(%)	11.3%	0.2%	-9.1%	7.8%	3.6%
每股收益(元)	2.28	2.29	2.08	2.24	2.32
毛利率(%)	14.2%	13.3%	12.9%	13.5%	13.5%
净利率(%)	4.6%	4.3%	3.7%	3.7%	3.6%
净资产收益率(%)	14.1%	13.0%	10.7%	10.6%	10.4%
市盈率	6.7	6.6	7.3	6.8	6.5
市净率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7

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11月01日）	15.2元
目标价格	18.72元
52周最高价/最低价	19.7/13.17元
总股本/流通A股（万股）	315,272/315,272
A股市值（百万元）	47,921
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024年11月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-5.24	-15.23	-0.52	-9.25
相对表现%	-3.56	-12.05	-14.29	-18.18
沪深300%	-1.68	-3.18	13.77	8.93



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

客户结构优化，持续获取新能源业务订单	2024-08-29
费用率改善，期待盈利能力提升	2024-05-05
客户结构优化，新能源车业务比重提升	2024-03-30

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	33,330	40,211	39,482	41,985	44,375	营业收入	158,268	168,594	179,462	190,840	201,703
应收票据、账款及款项融资	43,145	49,404	64,075	68,602	72,954	营业成本	135,764	146,137	156,320	165,090	174,493
预付账款	807	633	7,178	3,108	4,037	营业税金及附加	652	622	628	668	706
存货	22,891	22,813	25,790	26,948	28,170	营业费用	1,030	1,158	1,077	1,145	1,210
其他	3,960	3,559	19,516	20,661	21,714	管理费用及研发费用	15,290	15,110	15,254	16,794	17,750
流动资产合计	104,132	116,620	156,040	161,304	171,250	财务费用	(222)	83	224	226	255
长期股权投资	12,074	12,307	12,307	12,307	12,307	资产、信用减值损失	187	517	201	305	382
固定资产	22,233	21,857	21,278	19,732	17,595	公允价值变动收益	0	35	0	0	0
在建工程	3,927	3,936	2,798	2,165	1,848	投资净收益	2,922	2,843	3,014	3,074	3,136
无形资产	4,018	3,900	3,466	3,033	2,600	其他	619	972	660	465	470
其他	16,413	17,477	17,223	16,773	16,630	营业利润	9,108	8,818	9,431	10,151	10,512
非流动资产合计	58,665	59,477	57,072	54,009	50,980	营业外收入	52	250	80	100	100
资产总计	162,797	176,097	213,112	215,313	222,229	营业外支出	21	29	65	65	65
短期借款	9,296	10,639	35,355	27,921	24,463	利润总额	9,139	9,039	9,446	10,186	10,547
应付票据及应付账款	58,976	64,774	68,588	72,442	76,824	所得税	1,078	944	1,039	1,120	1,160
其他	27,447	28,684	27,428	27,854	27,990	净利润	8,061	8,095	8,407	9,065	9,387
流动负债合计	95,719	104,097	131,371	128,217	129,276	少数股东损益	858	881	1,850	1,994	2,065
长期借款	2,436	3,369	3,369	3,369	3,369	归属于母公司净利润	7,203	7,214	6,557	7,071	7,322
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.28	2.29	2.08	2.24	2.32
其他	7,587	7,049	7,954	7,715	7,621						
非流动负债合计	10,023	10,419	11,323	11,084	10,990	主要财务比率					
负债合计	105,742	114,516	142,694	139,301	140,266		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	4,086	3,813	5,662	7,657	9,722	成长能力					
实收资本(或股本)	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153	营业收入	13.1%	6.5%	6.4%	6.3%	5.7%
资本公积	11,449	11,467	11,467	11,467	11,467	营业利润	2.0%	-3.2%	7.0%	7.6%	3.6%
留存收益	36,859	41,725	48,282	52,140	55,997	归属于母公司净利润	11.3%	0.2%	-9.1%	7.8%	3.6%
其他	1,508	1,423	1,853	1,595	1,624	获利能力					
股东权益合计	57,055	61,581	70,418	76,012	81,963	毛利率	14.2%	13.3%	12.9%	13.5%	13.5%
负债和股东权益总计	162,797	176,097	213,112	215,313	222,229	净利率	4.6%	4.3%	3.7%	3.7%	3.6%
						ROE	14.1%	13.0%	10.7%	10.6%	10.4%
						ROIC	11.3%	10.8%	9.1%	8.4%	8.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	65.0%	65.0%	67.0%	64.7%	63.1%
净利润	8,061	8,095	8,407	9,065	9,387	净负债率	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%
折旧摊销	4,549	4,020	4,087	4,456	4,744	流动比率	1.09	1.12	1.19	1.26	1.32
财务费用	(222)	83	224	226	255	速动比率	0.84	0.89	0.98	1.04	1.09
投资损失	(2,922)	(2,843)	(3,014)	(3,074)	(3,136)	营运能力					
营运资金变动	(549)	(432)	(37,354)	1,083	(3,609)	应收账款周转率	5.0	4.6	4.6	4.7	4.6
其它	1,073	2,393	1,413	21	215	存货周转率	6.0	6.1	6.1	6.0	6.0
经营活动现金流	9,989	11,316	(26,237)	11,778	7,857	总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
资本支出	(4,313)	(2,860)	(1,663)	(1,535)	(1,535)	每股指标(元)					
长期投资	(465)	(393)	125	(30)	(22)	每股收益	2.28	2.29	2.08	2.24	2.32
其他	2,468	2,074	3,050	3,059	3,171	每股经营现金流	3.17	3.59	-8.32	3.74	2.49
投资活动现金流	(2,310)	(1,179)	1,512	1,494	1,615	每股净资产	16.80	18.32	20.54	21.68	22.91
债权融资	(1,001)	1,616	(496)	103	97	估值比率					
股权融资	12	18	0	0	0	市盈率	6.7	6.6	7.3	6.8	6.5
其他	(5,223)	(4,814)	24,491	(10,873)	(7,178)	市净率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
筹资活动现金流	(6,212)	(3,180)	23,995	(10,769)	(7,082)	EV/EBITDA	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5
汇率变动影响	12	(78)	-0	-0	-0	EV/EBIT	2.6	2.6	2.4	2.3	2.2
现金净增加额	1,480	6,879	(730)	2,503	2,390						

资料来源：东方证券研究所

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。

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。