

新能源客户配套持续放量，海外市场打开增长空间

核心观点

- 业绩符合预期。**公司 2024 年实现营业收入 132.53 亿元，同比增长 29.3%；实现归母净利润 14.08 亿元，同比增长 27.8%；实现扣非归母净利润 13.61 亿元，同比增长 30.2%。2024 年 4 季度实现营业收入 40.27 亿元，同比增长 33.7%，环比增长 14.8%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比增长 34.5%，环比增长 12.6%；实现扣非归母净利润 4.32 亿元，同比增长 14.9%，环比增长 16.3%。公司拟每 10 股派发现金红利 13 元。
- 毛利率短期承压，费用率及现金流有所改善。**2024 年毛利率 19.3%，同比下降 1.9 个百分点。4 季度毛利率 17.6%，同比下降 2.8 个百分点，环比下降 2.3 个百分点，预计主要系海外地区毛利率降幅较大叠加国内整车行业竞争加剧价格压力传导至上游所致。2024 年期间费用率 7.7%，同比下降 1.8 个百分点，其中销售费用率同比下降 0.6 个百分点，管理费用率同比下降 0.4 个百分点，研发费用率同比下降 1.0 个百分点，主要系营收增长摊薄；财务费用率同比增长 0.2 个百分点，主要系存款利息减少及汇兑损失增加所致。2024 年经营活动现金流净额 9.09 亿元，同比增长 30.42%。
- 新能源客户持续放量，布局海外打开增长空间。**公司顺应汽车电动化和智能化转型浪潮，积极开拓鸿蒙智行、理想、蔚来、小鹏以及某国际知名新能源车企等新能源汽车客户。2024 年问界 M9 累计销量 15.61 万辆，理想 L6 累计销量 19.23 万辆，奇瑞汽车累计销量 260.39 万辆，同比增长 38.4%，下游客户车型销量增长带动公司业绩持续提升。2024 年公司共承接了不同客户合计 69 个车型的新品研发项目，较去年增长 11 个车型，批产车型数量达 40 个。公司不断提升综合竞争力，积极研发基于 MicroLED 的智能前照灯、基于 MiniLED、OLED 及相关控制技术的像素式显示化交互灯和基于创新材料和光源技术的智能数字格栅等新品，公司研发的问界 M9 智能大灯、宝马 X5 后组合灯、理想 L6 贯穿尾灯等量产产品以及 HD 投影灯、雷达车灯融合产品等预研技术广受好评。出海方面，公司在德国、日本、美国、塞尔维亚布局子公司以拓展海外市场，下一步将稳步提升塞尔维亚工厂生产效率以强化国际运营能力。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及费用率等，新增 2027 年预测，预测 2025-2027 年 EPS 分别为 6.13、7.56、9.11 元（原 2025-2026 年 6.53、7.94 元），可比公司 2025 年 PE 平均估值 23 倍，目标价 140.99 元，维持买入评级。

风险提示

乘用车行业需求低于预期、前照灯、后组合灯配套量低于预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,248	13,253	15,957	18,651	21,386
同比增长(%)	24.3%	29.3%	20.4%	16.9%	14.7%
营业利润(百万元)	1,199	1,594	2,063	2,543	3,064
同比增长(%)	13.8%	32.9%	29.4%	23.3%	20.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,102	1,408	1,751	2,159	2,602
同比增长(%)	17.1%	27.8%	24.4%	23.3%	20.5%
每股收益(元)	3.86	4.93	6.13	7.56	9.11
毛利率(%)	20.6%	19.3%	20.9%	21.9%	22.4%
净利率(%)	10.8%	10.6%	11.0%	11.6%	12.2%
净资产收益率(%)	12.5%	14.6%	15.9%	17.0%	17.9%
市盈率	34.7	27.2	21.9	17.7	14.7
市净率	4.2	3.8	3.2	2.8	2.5

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（2025年03月21日）	134.01 元
目标价格	140.99 元
52 周最高价/最低价	162.18/109.95 元
总股本/流通 A 股（万股）	28,568/28,568
A 股市值（百万元）	38,284
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 03 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.64	9.84	1.21	-4.18
相对表现%	8.93	11.44	1.54	-13.5
沪深 300%	-2.29	-1.6	-0.33	9.32



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

业绩符合预期，拓展新能源客户及海外市场	2024-10-27
新能源客户拓展顺利，新产品打开增长空间	2024-08-16
业绩符合预期，新项目及新客户开拓顺利	2024-04-26

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			
		2025年3月21日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
拓普集团	601689	58.50	1.24	1.72	2.19	2.70	47.27	34.02	26.66	21.68
三花智控	002050	29.48	0.78	0.87	1.02	1.19	37.67	34.06	28.78	24.73
德赛西威	002920	115.40	2.79	3.61	4.84	6.15	41.41	31.94	23.85	18.77
华阳集团	002906	34.87	0.89	1.26	1.69	2.17	39.37	27.57	20.63	16.09
科博达	603786	61.20	1.51	2.09	2.72	3.40	40.59	29.31	22.47	18.01
继峰股份	603997	11.47	0.16	-0.35	0.65	0.95	71.24	-32.70	17.59	12.03
沪光股份	605333	34.13	0.12	1.46	2.01	2.52	275.46	23.38	17.00	13.56
天成自控	603085	11.82	0.04	0.14	0.47	0.59	331.09	86.91	25.10	20.14
调整后平均							85.89	30.05	22.72	18.04

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					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,105	2,024	3,191	4,530	6,078
应收票据、账款及款项融资	4,398	6,109	6,321	7,997	9,166
预付账款	39	42	74	72	83
存货	2,245	2,629	3,727	3,966	4,497
其他	1,178	1,153	1,662	1,333	1,384
流动资产合计	9,965	11,957	14,976	17,898	21,209
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,016	3,541	3,737	3,760	3,686
在建工程	732	375	513	376	308
无形资产	456	436	413	390	367
其他	605	635	204	151	159
非流动资产合计	4,809	4,987	4,867	4,677	4,520
资产总计	14,774	16,944	19,843	22,574	25,729
短期借款	0	0	676	0	0
应付票据及应付账款	4,527	5,724	6,312	8,038	9,129
其他	369	357	330	345	342
流动负债合计	4,896	6,081	7,318	8,383	9,471
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	742	686	675	696	686
非流动负债合计	742	686	675	696	686
负债合计	5,638	6,767	7,992	9,079	10,157
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	286	286	286	286	286
资本公积	3,956	3,997	4,155	4,155	4,155
留存收益	4,839	5,850	7,259	8,892	10,969
其他	55	45	152	162	163
股东权益合计	9,136	10,177	11,851	13,495	15,572
负债和股东权益总计	14,774	16,944	19,843	22,574	25,729

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,102	1,408	1,751	2,159	2,602
折旧摊销	428	509	415	418	405
财务费用	(12)	11	30	44	24
投资损失	0	(1)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(1,070)	(934)	(781)	(175)	(635)
其它	249	(85)	202	(43)	(96)
经营活动现金流	697	909	1,616	2,401	2,297
资本支出	(836)	(519)	(650)	(240)	(240)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	1,266	(81)	(270)	432	43
投资活动现金流	430	(600)	(920)	192	(197)
债权融资	(18)	(23)	10	(9)	(3)
股权融资	(220)	41	158	0	0
其他	(313)	(389)	304	(1,246)	(549)
筹资活动现金流	(550)	(372)	472	(1,255)	(552)
汇率变动影响	30	(28)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	607	(90)	1,168	1,338	1,548

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,248	13,253	15,957	18,651	21,386
营业成本	8,139	10,697	12,623	14,565	16,588
营业税金及附加	56	63	88	103	118
营业费用	47	56	80	93	107
管理费用及研发费用	882	959	1,165	1,362	1,561
财务费用	(12)	11	30	44	24
资产、信用减值损失	112	83	78	91	84
公允价值变动收益	56	46	90	90	90
投资净收益	(0)	1	2	2	2
其他	118	164	78	58	68
营业利润	1,199	1,594	2,063	2,543	3,064
营业外收入	9	7	2	2	2
营业外支出	6	9	5	5	5
利润总额	1,203	1,592	2,060	2,540	3,061
所得税	101	184	309	381	459
净利润	1,102	1,408	1,751	2,159	2,602
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1,102	1,408	1,751	2,159	2,602
每股收益（元）	3.86	4.93	6.13	7.56	9.11

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	24.3%	29.3%	20.4%	16.9%	14.7%
营业利润	13.8%	32.9%	29.4%	23.3%	20.5%
归属于母公司净利润	17.1%	27.8%	24.4%	23.3%	20.5%
获利能力					
毛利率	20.6%	19.3%	20.9%	21.9%	22.4%
净利率	10.8%	10.6%	11.0%	11.6%	12.2%
ROE	12.5%	14.6%	15.9%	17.0%	17.9%
ROIC	12.3%	14.7%	15.7%	16.9%	18.1%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	39.9%	40.3%	40.2%	39.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.04	1.97	2.05	2.14	2.24
速动比率	1.57	1.53	1.53	1.65	1.76
营运能力					
应收账款周转率	4.7	3.5	3.6	3.8	3.5
存货周转率	3.5	4.3	3.9	3.7	3.9
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
每股指标（元）					
每股收益	3.86	4.93	6.13	7.56	9.11
每股经营现金流	2.44	3.18	5.66	8.41	8.04
每股净资产	31.98	35.62	41.48	47.24	54.51
估值比率					
市盈率	34.7	27.2	21.9	17.7	14.7
市净率	4.2	3.8	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	21.4	16.3	13.8	11.5	9.9
EV/EBIT	29.1	21.5	16.5	13.3	11.2

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。