

预计海外市场及座椅业务将打开新的增长空间

核心观点

- 2 季度收入仍实现较高增长，毛利率下降影响盈利，预计 3 季度盈利能力将环比改善。**上半年营业收入 74.59 亿元，同比增长 21.0%；归母净利润 4.22 亿元，同比增长 2.8%；扣非归母净利润 4.15 亿元，同比增长 1.2%。2 季度营业收入 39.40 亿元，同比增长 26.4%，环比增长 12.0%；归母净利润 2.09 亿元，同比增长 1.2%，环比下降 2.0%；扣非归母净利润 2.06 亿元，同比下降 1.2%，环比下降 1.6%。2 季度营收实现同环比较快增长，体现了公司新客户、新项目开拓顺利，利润端表现较弱主要受毛利率下降影响。2 季度毛利率 16.8%，同环比分别下降 2.0/2.7 个百分点，预计主要系行业年降影响在 2 季度集中体现所致。我们认为后续年降影响将边际减弱，叠加主要客户新车型上市，预计 3 季度公司盈利能力将实现环比改善。
- 绑定头部客户，多款重点新车将打开新增长空间。**公司客户覆盖吉利、奇瑞、理想、小米、长城、蔚来、比亚迪、国际知名品牌电动车企等国内外头部乘用车企业，下半年主要客户将推出多款重点车型，8 月 19 日 Model Y L 上市，据媒体报道，Model Y L 上市 3 天订单达 5 万辆，6 天后新订单预计提车时间从 9 月延至 10 月，预计后续月度销量将较为可观；理想 i8 于 8 月 20 日开启交付，后续将在 9 月推出理想 i6，预计多款重点新车将助力公司打开新增长空间。
- 外饰件及座椅业务进入放量阶段，有望带动公司单车配套价值提升。**2025 年上半年公司保险杠总成、外饰附件业务分别实现收入 3.11 亿元、1.26 亿元，收入同比分别增长 119.4%、30.8%，单价同比分别增长 15.4%、10.0%；公司于 2025 年 4 月收购安徽瑞琪 70% 股权拓展座椅业务，2025 年上半年座椅、座椅附件业务分别实现收入 4344.23 万元、1.61 亿元。公司发展外饰件及座椅等新业务，一方面将进一步提升公司单车配套价值量，深化公司与主要客户合作关系，另一方面新业务逐步进入放量阶段，规模效应释放下盈利能力有望持续提升。
- 国际化战略继续推进，海外市场营收及占比增加将促进公司盈利能力向好。**上半年公司国际化战略收效显著，境外营收占比提升至近 20%，墨西哥工厂营收 9.62 亿元，同比增长 195.5%，斯洛伐克工厂营收 3.15 亿元。公司于 2025 年 4 月向斯洛伐克新泉增资 4500 万欧元，5-6 月在德国慕尼黑及拜仁州因戈尔施塔特市设立子公司，进一步开拓欧洲市场。我们认为海外市场竞争压力及降价压力相对低于国内市场，预计公司海外营收占比有望进一步提升，进而推动公司盈利能力持续向好。

盈利预测与投资建议

- 略调整毛利率及费用率等，预测 2025-2027 年 EPS 分别为 2.54、3.38、4.35 元（原为 2.71、3.62、4.80 元），可比公司 25 年 PE 平均估值 25 倍，目标价 63.5 元，维持买入评级。

风险提示

乘用车行业需求低于预期、乘用车、商用车产品配套量低于预期、海外工厂盈利低于预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,572	13,264	17,280	21,555	26,037
同比增长(%)	52.2%	25.5%	30.3%	24.7%	20.8%
营业利润(百万元)	928	1,124	1,404	1,868	2,406
同比增长(%)	72.7%	21.1%	25.0%	33.0%	28.8%
归属母公司净利润(百万元)	806	977	1,236	1,645	2,120
同比增长(%)	71.2%	21.2%	26.5%	33.1%	28.9%
每股收益(元)	1.65	2.00	2.54	3.38	4.35
毛利率(%)	19.0%	19.6%	19.3%	19.9%	20.3%
净利率(%)	7.6%	7.4%	7.2%	7.6%	8.1%
净资产收益率(%)	17.8%	18.5%	20.1%	22.3%	23.6%
市盈率	30.2	24.9	19.7	14.8	11.5
市净率	4.9	4.3	3.6	3.0	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08月29日）	49.95 元
目标价格	63.50 元
52 周最高价/最低价	58.12/35.76 元
总股本/流通 A 股（万股）	48,730/48,730
A 股市值（百万元）	24,341
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 08 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.42	21.39	12.26	38.48
相对表现%	-1.29	13.09	-4.28	1.29
沪深 300%	2.71	8.3	16.54	37.19



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

联系人

刘宇浩	liuyuhao@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

持续拓展新客户，座椅新产品将打开新的增长空间	2025-05-17
3 季度毛利率同环比提升，预计外饰件及海外业务将是盈利增长点	2024-10-31
内外饰业务稳步增长，加速国际化布局	2024-08-31

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8月29日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
拓普集团	601689	62.61	1.73	2.06	2.55	3.10	36.26	30.40	24.60	20.20
三花智控	002050	31.88	0.74	0.89	1.05	1.26	43.30	35.72	30.43	25.30
星宇股份	601799	121.08	4.93	6.26	7.84	9.66	24.56	19.35	15.44	12.53
伯特利	603596	47.69	1.99	2.52	3.24	4.19	23.93	18.93	14.71	11.38
继峰股份	603997	12.39	-0.45	0.47	0.79	1.04	-27.72	26.58	15.65	11.94
调整后平均							28.25	25.44	18.56	14.89

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	1,416	1,521	6,912	8,622	10,415
应收票据、账款及款项融资	4,487	5,262	7,949	9,915	11,977
预付账款	456	416	864	1,078	1,302
存货	2,475	2,710	5,301	6,558	7,889
其他	275	323	87	100	113
流动资产合计	9,109	10,231	21,113	26,273	31,695
长期股权投资	6	7	5	6	6
固定资产	3,157	3,812	4,223	4,417	4,491
在建工程	299	690	688	511	423
无形资产	372	378	365	352	339
其他	504	794	285	254	226
非流动资产合计	4,338	5,681	5,565	5,540	5,485
资产总计	13,447	15,912	26,678	31,814	37,180
短期借款	100	150	7,895	9,120	10,178
应付票据及应付账款	5,670	6,804	9,766	12,081	14,532
其他	1,102	1,158	1,200	1,389	1,462
流动负债合计	6,873	8,113	18,861	22,590	26,171
长期借款	468	912	912	912	912
应付债券	977	1,018	80	80	80
其他	124	217	109	117	117
非流动负债合计	1,569	2,146	1,101	1,109	1,109
负债合计	8,442	10,259	19,961	23,699	27,280
少数股东权益	48	48	44	39	33
实收资本（或股本）	487	487	487	487	487
资本公积	2,108	2,108	2,108	2,108	2,108
留存收益	2,132	2,963	4,052	5,450	7,241
其他	230	47	25	30	30
股东权益合计	5,006	5,653	6,717	8,115	9,900
负债和股东权益总计	13,447	15,912	26,678	31,814	37,180

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	805	974	1,232	1,640	2,114
折旧摊销	282	383	323	367	400
财务费用	(6)	115	66	69	61
投资损失	(1)	2	0	0	0
营运资金变动	(409)	157	(2,369)	(1,086)	(1,115)
其它	(81)	(337)	536	42	13
经营活动现金流	590	1,293	(211)	1,032	1,473
资本支出	(1,221)	(1,422)	(686)	(334)	(334)
长期投资	(6)	(1)	3	(2)	0
其他	239	(45)	(151)	5	0
投资活动现金流	(988)	(1,468)	(834)	(331)	(334)
债权融资	1,523	501	(1,096)	100	(14)
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(388)	(176)	7,532	908	668
筹资活动现金流	1,135	325	6,437	1,008	654
汇率变动影响	(1)	(16)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	736	134	5,391	1,710	1,793

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,572	13,264	17,280	21,555	26,037
营业成本	8,561	10,658	13,951	17,259	20,760
营业税金及附加	51	66	86	108	130
营业费用	69	79	104	129	156
管理费用及研发费用	909	1,240	1,607	2,048	2,473
财务费用	(6)	115	66	69	61
资产、信用减值损失	66	58	87	99	79
公允价值变动收益	(1)	(0)	0	0	0
投资净收益	1	(2)	0	0	0
其他	6	79	25	25	30
营业利润	928	1,124	1,404	1,868	2,406
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	15	18	5	5	5
利润总额	914	1,106	1,400	1,864	2,402
所得税	109	132	168	224	288
净利润	805	974	1,232	1,640	2,114
少数股东损益	(0)	(3)	(4)	(5)	(6)
归属于母公司净利润	806	977	1,236	1,645	2,120
每股收益（元）	1.65	2.00	2.54	3.38	4.35

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	52.2%	25.5%	30.3%	24.7%	20.8%
营业利润	72.7%	21.1%	25.0%	33.0%	28.8%
归属于母公司净利润	71.2%	21.2%	26.5%	33.1%	28.9%
获利能力					
毛利率	19.0%	19.6%	19.3%	19.9%	20.3%
净利率	7.6%	7.4%	7.2%	7.6%	8.1%
ROE	17.8%	18.5%	20.1%	22.3%	23.6%
ROIC	13.2%	14.1%	10.6%	9.8%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	62.8%	64.5%	74.8%	74.5%	73.4%
净负债率	14.8%	20.9%	36.4%	25.3%	13.2%
流动比率	1.33	1.26	1.12	1.16	1.21
速动比率	0.97	0.93	0.84	0.87	0.91
营运能力					
应收账款周转率	4.3	4.0	4.3	4.4	4.4
存货周转率	4.0	4.1	3.5	2.9	2.8
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.8
每股指标（元）					
每股收益	1.65	2.00	2.54	3.38	4.35
每股经营现金流	1.21	2.65	-0.43	2.12	3.02
每股净资产	10.17	11.50	13.69	16.57	20.25
估值比率					
市盈率	30.2	24.9	19.7	14.8	11.5
市净率	4.9	4.3	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	19.8	14.7	13.3	10.3	8.3
EV/EBIT	25.8	19.2	16.2	12.3	9.7

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。