

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年10月29日

**市场数据**

目前股价	16.53
总市值（亿元）	17.34
流通市值（亿元）	17.34
总股本（万股）	10,490
流通股本（万股）	10,490
12个月最高/最低	22.90/14.28

**分析师**

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

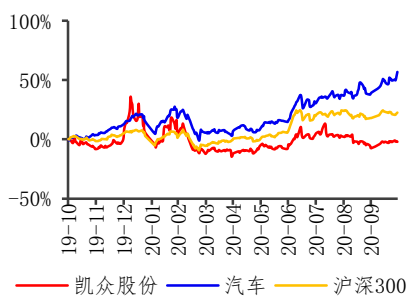
✉ sunzhdong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;受益于新产品新车型放量，20年业绩大概率触底回升&gt;&gt; 2020-04-27

 <<聚氨酯减震材料专家，受益于电动化轻量化和消费升级，进军汽车电子新领域>>  
 2020-03-03

# Q3 业绩恢复明显，毛利率大幅改善，拐点确认

## ——凯众股份（603037）2020年三季度报点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	549	494	479	571	676
(+/-%)	22.0%	-10.1%	-3.0%	19.2%	18.3%
净利润（百万元）	127	81	80	106	128
(+/-%)	11.5%	-36.2%	-1.3%	32.9%	20.6%
摊薄 EPS（元/股）	1.21	0.77	0.76	1.01	1.22
PE	13.7	21.4	21.7	16.3	13.5

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 事件：**公司发布2020年三季度报，前三季度公司实现营收3.31亿元，同比-11.18%；归母净利润0.49亿元，同比-33.21%；扣非后归母净利润0.42亿元，同比-37.00%。其中20Q3实现营收1.28亿元，同比+13.70%；归母净利润0.24亿元，同比+71.42%；扣非后归母净利润0.20亿元，同比+130.71%。
- 对此我们点评如下：**
- 收入端：20Q3实现营收1.28亿元，同比+13.70%，环比+10.18%。**公司Q1营收受疫情影响较大，同比-37.40%，从Q2开始公司营收开始恢复，Q2环比+34.15%，但同比仍然是-4.37%，Q3公司营收在Q2基础上继续提升，同比环比皆实现正增长，单季1.28亿元的营收基本恢复正常。公司第三季度营收表现（同比+13.70%）与国内车市表现也基本一致（20Q3国内汽车销量同比增速为13.7%）。
- 毛利率：20Q3毛利率同比环比大幅改善，同比+11.01%，环比+5.63%。**20Q1、Q2、Q3毛利率分别为：29.74%、33.74%、39.37%，逐季改善，我们认为主要是国内车市恢复正常之后，产能利用率的提升导致毛利率的持续改善。
- 利润端：20Q3期间费用率同比+0.80pct，净利率同比+5.98pct至18.23%。**20Q3公司期间费用率为21.19%，同比+0.80pct，具体看，销售费用率为5.92%，同比-1.65pct，管理费用率（含研发）15.36%，同比+1.03pct，财务费用率-0.09%，同比1.41pct。虽然20Q3期间费用率有所上升，但是由于毛利率的大幅提升，Q3净利率同比+5.98pct，实现归母净利润0.24亿元，同比71.42%，归母净利润的大幅提升除了公司经营改善之外，也与19Q3归母净利润的低基数有关。

- **持续斩获新客户新车型。**2020 年公司特种聚氨酯减震元件业务获得了奥迪（德国），一汽大众，上汽大众，长安福特等主流车型多个项目，并实现了通用北美新业务的突破，作为一级供应商获得了通用北美新项目。2020 年公司轻量化踏板业务获得了上汽乘用车和吉利汽车的大部分新车型项目，在奇瑞两大平台新项目取得突破，量产后有望成为踏板另一业务增长点，并新获得上汽大众和长安福特的项目定点。
- **汽车电子产品顺利推进。**电控系统产品首个项目已经完成各项台架性能测试、耐久测试；客户整车测试正在按计划开展，预计 2020 年底完成工程认可，2021 年 1 季度批量供货。目前正在同国内 OEM 客户进行项目洽谈及技术交流，预计在 2020 及 2021 年有机会获得更多的电控系统产品项目机会。
- **另外，公司主要产品能有效解决新能源汽车痛点，在新能源乘用车市场占有率较高，且单车配套价值比燃油车高，有望受益于电动化的发展。**2020H1 公司减震元件占新能源乘用车市场的 38.9%，轻量化踏板占新能源乘用车市场的 10%。新能源汽车对底盘隔音减震要求更高，更倾向于使用隔音减震效果更好的聚氨酯减震材料来替代橡胶。新能源汽车上的聚氨酯产品单车配套价值量或将大于传统燃油车，因为聚氨酯减震元件除了应用在传统的悬挂系统，在新能源电动车上可扩大应用范围（电动机悬置、电池底座悬置等）。纯电动车对轻量化需求更迫切，也更倾向于采用轻量化踏板替代金属踏板。
- **投资建议：公司聚氨酯减震元件和轻量化塑料踏板受益于汽车电动化和轻量化，受益于消费升级。公司在聚氨酯减震领域拥有极强的竞争优势，在轻量化塑料踏板领域具有先发优势。公司产品品类的持续扩张，单车配套价值持续提升，成长空间打开。公司进军汽车电子领域，新产品电控产品将于 2021 年量产。**

考虑到新冠肺炎疫情对经济和汽车行业的负面影响，下调盈利预测，保守预计公司 2020-2022 年总营收依次为 4.79、5.71、6.76 亿元，增速依次为 -3.0%、19.2%、18.3%，归母净利润依次为 0.80、1.06、1.28 亿元，增速依次为 -1.3%、32.9%、20.6%，当前市值 17 亿元，对应 PE 依次为 21.7、16.3、13.5 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**国内乘用车销量不及预期；新产品推进不及预期；国外疫情持续蔓延；宏观经济恢复不及预期。

## 附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
单位:百万元											
<b>营业收入</b>	548.98	493.69	478.89	571.04	675.64	<b>成长能力</b>					
营业成本	315.80	309.34	310.81	355.64	415.82	营业收入增长	22.0%	-10.1%	-3.0%	19.2%	18.3%
营业费用	38.55	35.97	33.52	39.97	47.30	营业成本增长	27.3%	-2.0%	0.5%	14.4%	16.9%
管理费用	43.10	36.20	34.48	40.54	47.30	营业利润增长	8.1%	-37.7%	2.2%	32.9%	20.6%
研发费用	25.02	32.93	23.94	28.55	33.78	利润总额增长	8.2%	-35.5%	-1.3%	32.9%	20.6%
财务费用	-3.84	-1.76	-2.39	-2.86	-3.38	净利润增长	11.5%	-36.2%	-1.3%	32.9%	20.6%
其他收益	15.47	6.95	10.00	10.00	10.00	<b>获利能力</b>					
投资净收益	1.55	5.29	5.29	5.29	5.29	毛利率(%)	42.5%	37.3%	35.1%	37.7%	38.5%
<b>营业利润</b>	144.29	89.90	91.86	122.06	147.18	销售净利率(%)	23.1%	16.4%	16.7%	18.6%	19.0%
营业外收支	0.04	3.15	0.00	0.00	0.00	ROE(%)	15.2%	9.6%	9.2%	11.8%	13.3%
<b>利润总额</b>	144.33	93.05	91.86	122.06	147.18	ROIC(%)	20.0%	14.4%	14.0%	20.5%	25.2%
所得税	17.54	11.88	11.76	15.62	18.84	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-0.19	0.13	0.13	0.17	0.21	销售费用/营业收入	7.0%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>净利润</b>	126.98	81.03	79.97	106.27	128.14	管理费用/营业收入	7.9%	7.3%	7.2%	7.1%	7.0%
单位:百万元											
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	4.6%	6.7%	5.0%	5.0%	5.0%
流动资产	716.69	662.35	691.09	884.89	988.89	财务费用/营业收入	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
货币资金	190.79	283.38	300.64	374.66	441.61	投资收益/营业利润	1.1%	5.9%	5.8%	4.3%	3.6%
应收票据及应收账款合计	252.95	234.38	238.34	325.35	341.59	所得税/利润总额	12.2%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
其他应收款	2.77	2.58	2.61	3.58	3.75	应收账款周转率	2.37	2.03	2.03	2.03	2.03
存货	132.71	128.54	133.96	166.40	184.78	存货周转率	2.31	2.37	2.37	2.37	2.37
非流动资产	246.39	278.47	262.49	262.01	261.58	流动资产周转率	0.77	0.72	0.71	0.72	0.72
固定资产	131.25	139.15	142.36	143.80	143.71	总资产周转率	0.59	0.52	0.51	0.54	0.56
资产总计	963.08	940.83	953.58	1146.90	1250.47	<b>偿债能力</b>					
流动负债	124.65	88.76	89.76	89.76	89.76	资产负债率(%)	13.3%	10.0%	9.9%	8.3%	7.6%
短期借款	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00	流动比率	5.75	7.46	7.70	9.86	11.02
应付账款	69.46	60.46	60.46	60.46	60.46	速动比率	3.58	5.86	6.03	7.84	8.77
非流动负债	3.36	5.05	5.05	5.05	5.05	<b>每股指标 (元)</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	1.21	0.77	0.76	1.01	1.22
负债合计	128.01	93.82	94.82	94.82	94.82	每股净资产	7.94	8.06	8.26	8.60	9.14
股东权益	835.08	847.01	868.91	903.92	961.49	每股经营现金流	-0.17	2.08	0.71	1.52	1.41
股本	105.92	105.82	105.82	105.82	105.82	每股经营现金/EPS	-0.14	2.69	0.93	1.50	1.16
留存收益	286.04	287.71	351.79	436.94	539.62	<b>估值比率</b>					
少数股东权益	2.13	1.86	1.99	2.16	2.36	P/E	13.66	21.40	21.68	16.32	13.53
负债和股东权益	963.08	940.83	953.58	1146.90	1250.47	PEG	0.54	-6.67	-1.92	-2.88	0.82
单位:百万元											
<b>现金流量表</b>						P/B	2.08	2.05	2.00	1.92	1.81
经营活动现金流	132.71	103.29	74.47	159.60	148.13	EV/EBITDA	9.71	12.96	13.16	10.57	8.49
其中营运资本减少	-161.22	111.05	-25.08	42.99	8.95	EV/SALES	2.84	2.97	3.03	2.41	1.94
投资活动现金流	-214.45	70.86	-5.87	-12.54	-13.79	EV/IC	1.87	1.74	1.67	1.53	1.37
资本支出	78.92	65.25	-17.06	-1.57	-1.51	ROIC/WACC	1.89	1.36	1.32	1.93	2.38
筹资活动现金流	-76.70	-81.90	-55.81	-68.58	-67.39	REP	0.99	1.28	1.26	0.79	0.57
现金净增加额	-158.24	92.60	12.80	78.48	66.95						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cqws.com>