



Research and
Development Center

银轮股份：持续获得新订单， 2022&23Q1 业绩高增

—银轮股份(002126)公司跟踪报告

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

S1500522060001

13816900611

lujiamin@cindasc.com

王欢 汽车行业分析师

S1500522100003

18643122434

wanghuan1@cindasc.com

相关研究

1. 银轮股份：单季净利润创新高，热管理老将二次创业加速前行
2. 银轮股份：新能源车业务快速上升，降本增效促盈利能力同比环比双升

证券研究报告

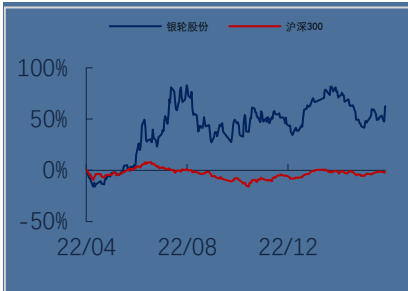
公司研究

公司跟踪报告

银轮股份(002126)

投资评级 无评级

上次评级 无评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	14.55
52周内股价波动区间(元)	16.40-7.53
最近一月涨跌幅(%)	10.56
总股本(亿股)	7.92
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	115.26

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

银轮股份：持续获得新订单，2022&23Q1 业绩高增

2023年04月17日

本期内容提要：

事件：银轮股份发布 2022 年年报及 2023 一季度业绩预告，2022 年公司实现营业收入 84.80 亿元，同比+8.5%；归母净利润 3.8 亿元，同比+73.9%。23Q1 公司预计实现归母净利润 1.2~1.3 亿元，同比+70%~+85%，业绩大幅增长。

点评：

◆**降本增效成果已现，盈利能力有望持续改善。**公司 2022 年实现归母净利润 3.83 亿元，同比+73.9%，净利率为 5.3%，同比+1.9pct，公司 2022 年期间费用率为 13.9%，同比-1.6pct。分季度来看，2022 年 Q4 实现营业收入 24.79 亿元，同比+24.9%，环比+16.2%，归母净利润 1.52 亿元，同比+3160.9%，环比+52.0%，同时净利率为 7.0%，同比+6.3pct，环比+1.7pct，研发费用率为 4.1%，同比-0.4pct，环比-1.0pct。随着公司降本增效改革持续推进，盈利能力有望继续改善。

◆**新能源领域加速拓展，乘用车/换热业务实现高增。**2022 年公司热交换器业务实现营收 70.98 亿元，同比+12.9%，营收占比达 83.7%，同比+3.3pct，同时该业务毛利率为 19.6%，同比-0.1pct，乘用车行业实现营收 35.89 亿元，同比+60.5%，营收占比达 42.3%，同比+13.7pct，同时该业务毛利率为 14.9%，同比+1.1pct。

◆**1+4+N 产品布局形成，持续斩获新订单。**公司热管理产品矩阵逐步拓宽，形成 1+4+N 产品布局，且持续斩获新订单。公司于 2022 年陆续获得了比亚迪电池冷却板、北美新能源标杆车企电控芯片冷却系统和某新车型空调箱、国内造车新势力水冷板、零跑前端模块、宇通冷却模块等新项目。公司预计上述项目达产后可为公司新增年销售收入 50.6 亿元，其中新能源业务占比约 69.6%。

◆**工业民用板块打开第三成长曲线。**1) **民用换热业务：**水氟板式换热器、采暖热泵产品水路侧换热器等业务呈现快速增长，且陆续获得美的、格力等客户批量订单。2) **数据中心热管理：**当前，人工智能进入快速发展阶段，其底层的数据中心算力大幅提升，带来芯片发热量几何倍数提高。液冷技术是目前解决数据中心散热难题的有效方案，公司深耕液冷技术多年，数据中心冷却系统方面研发已持续数年，已取得重要进展，有望打开新增长点。3) **在储能方面：**电池冷却板、电子风扇、电子水阀等已形成量产，储能热管理系统与头部客户进行联合开发，目前主要客户有北美新能源标杆车企和宁德时代。

◆**盈利预测：**公司为热管理老将，近几年逐步拓宽产品图谱，形成 1+4+N 产品布局。且从商用车领域拓展至乘用车、工业民用换热领域，打开新盈利点。我们预测公司 2023 年-2025 年归母净利润为 5.3 亿元、7.3 亿元、9.1 亿元，同比增长 38.8%、38.0%、23.8%，对应 EPS 为 0.67、0.93、1.15 元，PE 为 22/16/13 倍。

◆**风险因素**：宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，市场竞争风险，汇率波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,816	8,480	10,813	13,128	15,885
增长率 YoY %	23.6%	8.5%	27.5%	21.4%	21.0%
归属母公司净利润 (百万元)	220	383	532	734	909
增长率 YoY%	-31.5%	73.9%	38.8%	38.0%	23.8%
毛利率%	20.4%	19.8%	20.3%	20.7%	20.8%
净资产收益率ROE%	5.0%	8.2%	10.4%	12.9%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.48	0.67	0.93	1.15
市盈率 P/E(倍)	52.30	30.07	21.66	15.70	12.67
市净率 P/B(倍)	2.62	2.46	2.25	2.02	1.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年04月14日收盘价

目 录

1、22 年盈利能力保持稳定，费用控制能力增强	5
2、乘用车热管理+工业民用双重发力，实现高速增长	6
3、盈利预测.....	8
4、风险因素.....	8

表 目 录

表 1：公司客户情况.....	7
-----------------	---

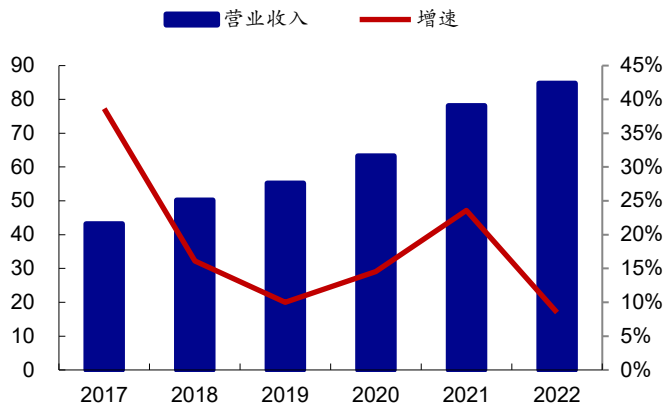
图 目 录

图 1：公司近几年年度营收（亿元）及增速	5
图 2：公司近几年季度营收（亿元）及增速	5
图 3：公司近几年年度归母净利润（亿元）及增速	5
图 4：公司近几年季度归母净利润（亿元）及增速	5
图 5：公司近几年毛利率和净利率	6
图 6：公司近几年季度净利率和毛利率	6
图 7：公司近几年各项费用率	6
图 8：公司近几年季度各项费用率	6
图 9：公司近几年分业务收入（亿元）	6
图 10：公司近几年各项业务毛利率	6
图 11：公司近几年分行业收入（亿元）	7
图 12：公司近几年分行业毛利率	7
图 13：资本开支（亿元）	8

1、22 年盈利能力保持稳定，费用控制能力增强

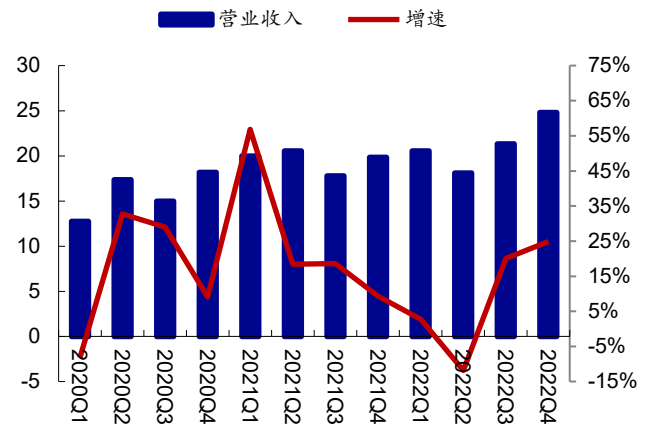
公司 22 年营收稳健增长。公司 22 年实现营收 84.80 亿元，同比增长 8.5%，保持稳健增长；单季度来看，22Q2 受疫情影响增速下滑，除此之外 22 年 Q1、Q3、Q4 营收同比增加，公司 22Q3 实现营收 21.34 亿元，同比增长 20.1%，22Q4 实现营收 24.79 亿元，同比增长 24.9%。

图 1：公司近几年年度营收（亿元）及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

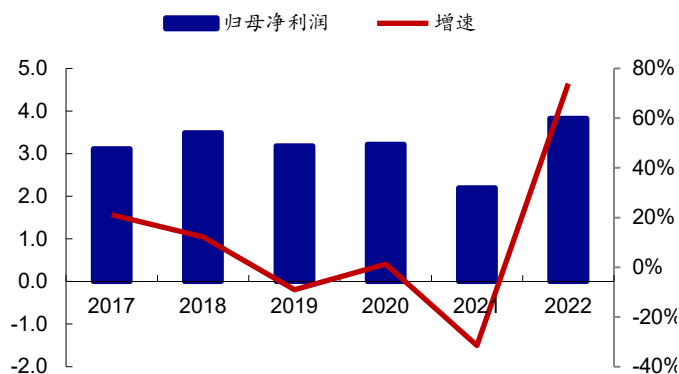
图 2：公司近几年季度营收（亿元）及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

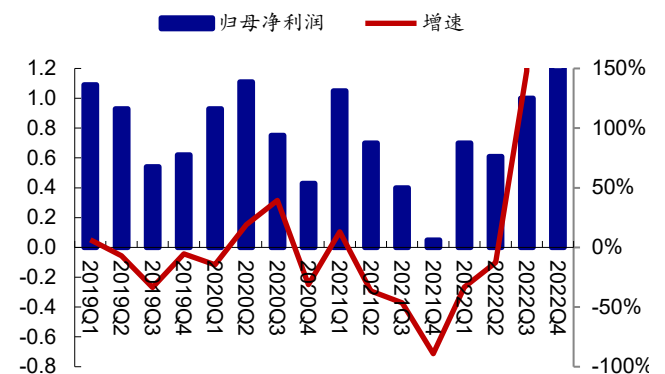
盈利能力显著提升，其中 22Q4 净利润创历史新高。公司 2022 年实现归母净利润 3.83 亿元，同比增长 73.9%；单季度来看，22Q3-Q4 净利润增长趋势显著，其中 22Q4 实现净利润 1.52 亿元，同比增长 3160.9%，环比增长 52.0%，单季度净利润创历史新高。公司 2022 年毛利率为 19.8%，同比-0.5pct，净利率为 5.3%，同比+1.9pct，公司盈利能力有所增强；单季度来看，毛利率 22Q3 为 21.0%，表现较好，同比+1.6pct，环比+1.1pct，净利率在 22Q1-22Q4 持续增加，其中 22Q4 净利率为 7.0%，同比+6.3pct，环比+1.7pct。

图 3：公司近几年年度归母净利润（亿元）及增速

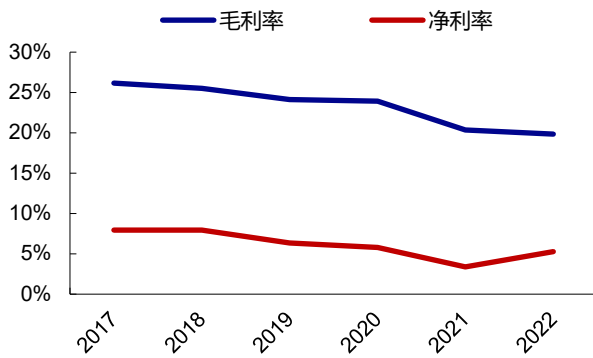


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

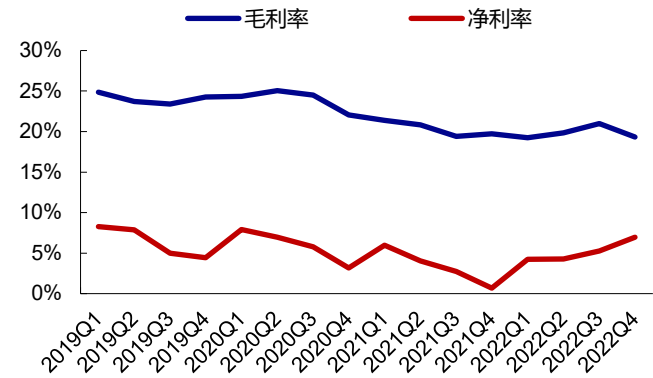
图 4：公司近几年季度归母净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

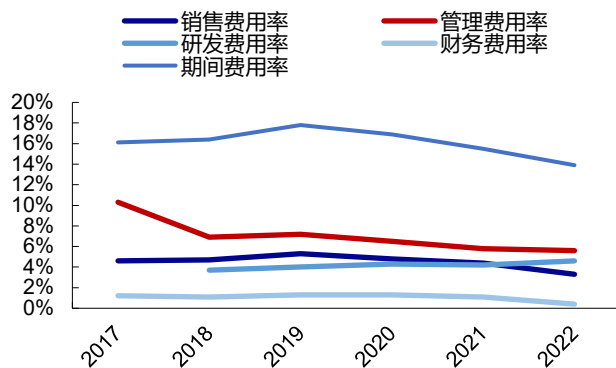
图 5：公司近几年毛利率和净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

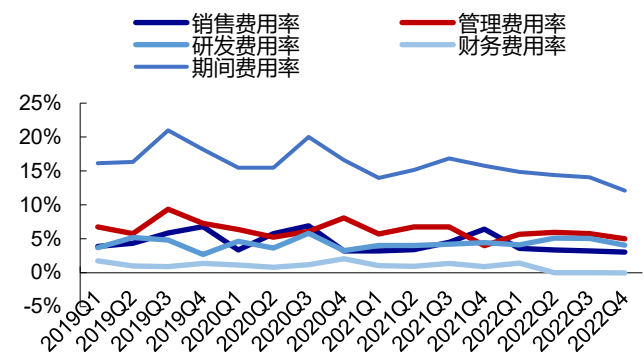
图 6：公司近几年季度净利率和毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

降本增效改革成效明显，期间费用率下行。公司 2022 年期间费用率为 13.9%，同比-1.6pct，其中研发费用率为 4.6%，同比+0.4pct，公司费用控制能力提升，研发投入加大；单季度来看，22Q4 销售费用率为 3.1%，同比/环比分别-3.4pct/-0.2pct，管理费用率为 5.0%，同比/环比分别为+1.0pct/-0.7pct，研发费用率为 4.1%，同比/环比分别为-0.4pct/-1.0pct，财务费用率为 0.0%，同比/环比分别为-1.0pct/+0.0pct。

图 7：公司近几年各项费用率


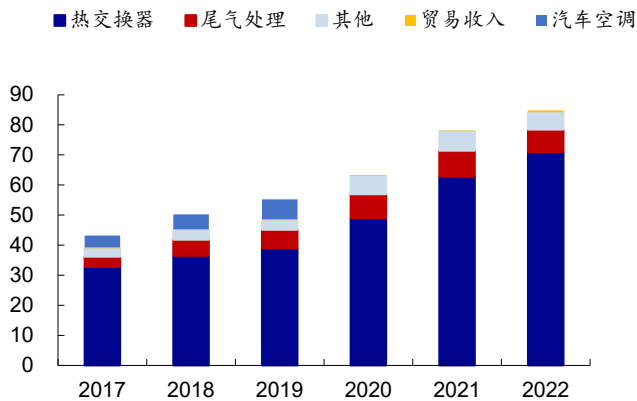
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：公司近几年季度各项费用率


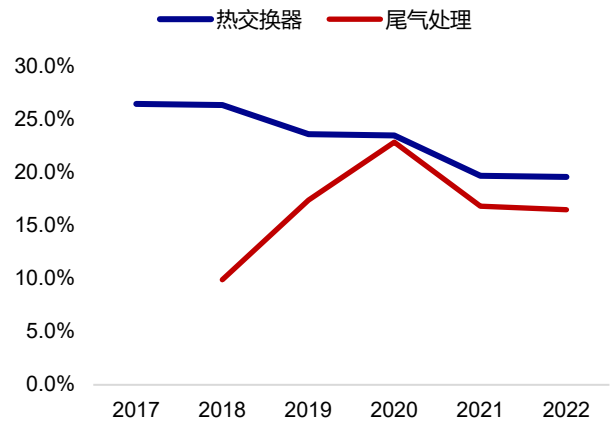
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、乘用车热管理+工业民用双重发力，实现高速增长

分产品类型来看，换热器产品实现高速增长。公司 2022 年热交换器业务实现营收 70.98 亿元，同比增长 12.9%，2022 年该项业务营收占比为 83.7%，同比+3.3pct；从毛利率角度来看，热交换器和尾气处理业务的 22 年毛利率均有所下降，但幅度不大，其中热交换器业务 22 年毛利率为 19.6%，同比-0.1pct，尾气处理业务 22 年毛利率为 16.5%，同比-0.3pct。

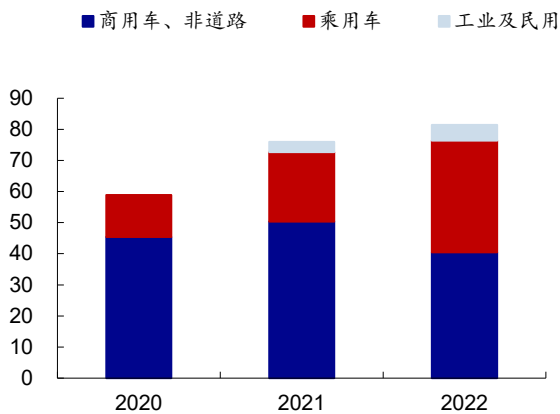
图 9：公司近几年分业务收入（亿元）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

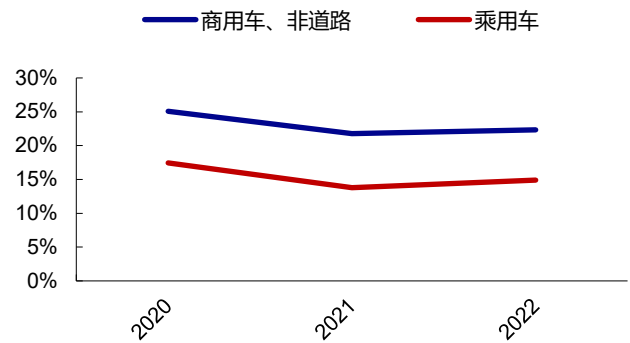
图 10：公司近几年各项业务毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

乘用车热管理+工业民用双重发力，实现高速增长。公司 2022 年商用车及非道路行业实现营收 40.45 亿元，同比下降 19.7%，乘用车行业实现营收 35.89 亿元，同比增长 60.5%，同时 22 年乘用车业务营收占比为 42.3%，同比+13.7pct；从毛利率角度来看，商用车及非道路行业 22 年毛利率为 22.3%，同比+0.6pct，乘用车行业 22 年毛利率为 14.9%，同比+1.1pct。

图 11：公司近几年分行业收入（亿元）


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12：公司近几年分行业毛利率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

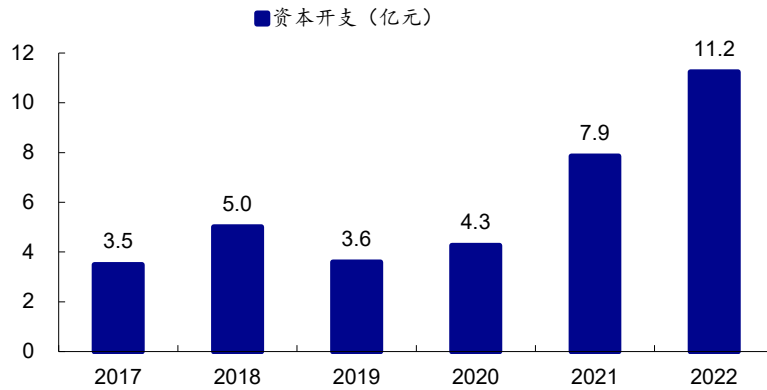
公司客户资源覆盖丰富，涵盖不同领域国内外优质客户。公司客户同时覆盖乘用车、商用车与非道路以及工业民用领域优质客户。商用车领域绑定国内外头部商用车企业，乘用车领域从合资品牌拓至自主品牌头部企业如吉利、比亚迪、长城等，以及造车新势力蔚来、理想、小鹏，并与国内电池龙头宁德时代展开深度战略合作，公司客户资源优质。

表 1：公司客户情况

产品应用领域	主要客户
新能源汽车领域	沃尔沃、保时捷、蔚来、小鹏、威马、通用、福特、宁德时代、吉利、长城、广汽、比亚迪、宇通、江铃、长安等
燃料电池领域	亿华通、上汽大通等
乘用车领域	福特、通用、宝马、雷诺、曼胡默尔、捷豹路虎、广汽三菱、东风日产、丰田、吉利、广汽、长城、长安、比亚迪、上汽等
超级跑车领域	法拉利、奥迪、奔驰、兰博基尼、宾利、宝马、迈凯伦、福特等
商用车领域	戴姆勒、康明斯、纳威司达、斯堪尼亚、一汽解放、东风汽车、中国重汽、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴等
工程机械领域	卡特彼勒、约翰迪尔、住友、徐工、龙工、三一重工、久保田等

公司资本开支持续增加，加速布局新能源市场。从21年开始，银轮股份资本开支显著增加，21年资本开支为7.85亿元，同比增长84.3%，22年资本开支规模为11.2亿元，同比增长43.2%。公司扩张力度明显加大，正加速布局新能源乘用车市场。

图 13：资本开支（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3、盈利预测

公司为热管理老将，近几年逐步拓宽产品图谱，形成1+4+N产品布局。且从商用车领域拓展至乘用车、工业民用换热领域，打开新盈利点。我们预测公司2023年-2025年归母净利润为5.3亿元、7.3亿元、9.1亿元，同比增长38.8%、38.0%、23.8%，对应EPS为0.67、0.93、1.15元，PE为22/16/13倍。

4、风险因素

宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，市场竞争风险，汇率波动风险。

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7,223	8,003	9,815	10,940	13,760	
货币资金	934	972	982	579	1,760	
应收票据	855	315	1,127	1,061	1,145	
应收账款	2,378	3,252	3,937	5,144	5,857	
预付账款	73	52	66	79	96	
存货	1,481	1,863	2,179	2,377	3,125	
其他	1,502	1,549	1,525	1,700	1,778	
非流动资产	4,766	5,521	5,515	5,748	5,990	
长期股权投资	441	394	404	417	409	
固定资产(合计)	2,401	2,756	2,840	2,971	3,076	
无形资产	471	767	747	727	706	
其他	1,453	1,603	1,524	1,633	1,799	
资产总计	11,989	13,524	15,330	16,688	19,750	
流动负债	6,027	7,143	8,432	9,071	11,204	
短期借款	1,504	1,555	1,585	1,615	1,515	
应付票据	1,703	2,060	2,730	2,473	3,817	
应付账款	2,311	2,641	3,107	3,831	4,556	
其他	509	888	1,011	1,153	1,317	
非流动负债	1,087	1,147	1,127	1,107	1,107	
长期借款	246	214	194	174	224	
其他	841	933	933	933	883	
负债合计	7,115	8,291	9,560	10,179	12,312	
少数股东权益	474	553	658	803	983	
归属母公司股东权益	4,400	4,680	5,112	5,706	6,456	
负债和股东权益	11,989	13,524	15,330	16,688	19,750	

重要财务指标		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,816	8,480	10,813	13,128	15,885	
同比(%)	23.6%	8.5%	27.5%	21.4%	21.0%	
归属母公司净利润	220	383	532	734	909	
同比(%)	-31.5%	73.9%	38.8%	38.0%	23.8%	
毛利率(%)	20.4%	19.8%	20.3%	20.7%	20.8%	
ROE%	5.0%	8.2%	10.4%	12.9%	14.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.48	0.67	0.93	1.15	
P/E	52.30	30.07	21.66	15.70	12.67	
P/B	2.62	2.46	2.25	2.02	1.79	
EV/EBITDA	14.84	13.49	10.80	8.91	6.91	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,816	8,480	10,813	13,128	15,885	
营业成本	6,224	6,798	8,621	10,406	12,580	
营业税金及附加	36	42	54	66	79	
销售费用	341	279	346	420	508	
管理费用	453	472	606	709	858	
研发费用	326	386	462	558	675	
财务费用	83	30	78	78	81	
减值损失合计	-75	-36	-30	-40	-50	
投资净收益	24	22	28	34	41	
其他	-9	27	46	64	80	
营业利润	291	486	691	949	1,174	
营业外收支	-7	-3	-5	-2	-2	
利润总额	284	483	686	947	1,172	
所得税	20	34	49	67	83	
净利润	264	449	637	879	1,089	
少数股东损益	44	66	105	145	180	
归属母公司净利润	220	383	532	734	909	
EBITDA	771	863	1,235	1,543	1,803	
EPS(当年)(元)	0.28	0.48	0.67	0.93	1.15	

现金流量表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金	375	557	585	499	2,243	
净利润	264	449	637	879	1,089	
折旧摊销	358	406	425	480	509	
财务费用	71	106	88	89	88	
投资损失	-24	-22	-28	-34	-41	
营运资金变动	-425	-429	-592	-972	531	
其它	130	47	54	57	67	
投资活动现金流	-1,194	-792	-397	-683	-714	
资本支出	-770	-1,076	-500	-657	-707	
长期投资	-428	235	-50	-60	-48	
其他	4	49	153	34	41	
筹资活动现金流	858	242	-178	-219	-348	
吸收投资	19	41	0	0	0	
借款	3,066	3,223	10	10	-50	
支付利息或股息	-129	-153	-188	-229	-248	
现金流净增加额	29	7	10	-403	1,181	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。