

杭齿前进 (601177.SH) 2023H1 营收承压，静待风电业务交付兑现

2023年08月19日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
孟鹏飞（分析师）
熊亚威（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

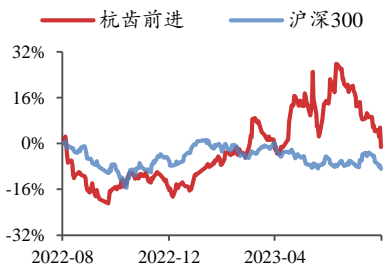
xiongyawei@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790522080004

日期	2023/8/18
当前股价(元)	9.40
一年最高最低(元)	12.77/7.48
总市值(亿元)	37.61
流通市值(亿元)	37.61
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	4.00
近3个月换手率(%)	132.08

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《国企改革显现成效，行业周期向上杭齿再“前进”——公司首次覆盖报告》
-2023.6.20

● 下游需求下滑公司收入端承压，产品结构优化与内部改革共推利润增长

公司发布2023年中报，2023H1实现营业收入9.99亿元，同比-19.02%。归母净利润1.18亿元，同比+17.30%，收入下降系因风电装机延后、工程机械收入下滑；2023H1国内风电新增装机22.99GW，部分风电主机厂装机不及预期，订单延迟致公司产品销售下滑；2023H1国内挖掘机销量10.9万台，低于预期。利润上升系因综合毛利率提升、期间费用减少和投资收益增加。风电受到季节性影响不改全年装机预期，工程机械市场恢复不及预期，我们小幅下调未来业绩预期；预计2023-2025年公司归母净利润为2.59/2.89/3.12亿元（前值为2.66/2.91/3.15亿元），EPS为0.65/0.72/0.78元，当前股价对应PE为14.5/13.0/12.1倍，我们认为短期季节波动不影响长期向好趋势，维持公司“买入”评级。

● 国企改革仍在进行时，产品结构调整促进毛利率提升

2023H1公司销售毛利率为24.00%，销售净利率为12.01%，分别同比上涨3.03pcts、3.18pcts。影响公司利润率主要因素：（1）高毛利率产品销售占比提升，2023H1船用齿轮箱、风电及工业传动产品、摩擦及粉末冶金产品收入占比较2022年提升12.91pcts、4.17pcts、5.09pcts。（2）国企改革成效明显，公司期间费用金额同比减少1323.7万元，同比下降6.66%。因公司营业收入同比下降，期间费用率同比上升2.46pcts，达18.57%。公司改革仍在进行，未来利润率有望持续提升。

● 顺应风电大型化趋势，公司大功率产品持续突破

风电是我国能源重要发展方向，风电行业大型化趋势明显，主流兆瓦产品技术路线逐渐向双馈机型统一。2023年1-6月份，风电装机占国内可再生能源发电新增装机功率21.09%。2022年国内新增陆上和海上风电机组平均单机容量分别达4.3MW、7.4MW，同比提高1.2MW、1.8MW，风电大型化趋势明显。2023H1公司顺利进行了5.5MW和6.25MW双馈机型的研制与交付，7MW以上风机产品也进入研制后期。公司顺应行业发展趋势，未来有望受益于风电行业长期发展。

● **风险提示：**工程机械复苏不及预期、风电装机不及预期、新产品放量不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,140	2,196	2,496	2,840	3,092
YOY(%)	11.6	2.6	13.7	13.8	8.9
归母净利润(百万元)	150	209	259	289	312
YOY(%)	62.9	39.6	23.7	11.4	8.0
毛利率(%)	24.1	22.3	22.3	23.4	23.7
净利率(%)	7.0	9.5	10.4	10.2	10.1
ROE(%)	9.5	9.8	10.8	10.8	10.5
EPS(摊薄/元)	0.37	0.52	0.65	0.72	0.78
P/E(倍)	25.1	18.0	14.5	13.0	12.1
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2103	1768	1943	1852	2255
现金	509	427	485	552	601
应收票据及应收账款	361	293	0	0	0
其他应收款	20	6	23	10	26
预付账款	28	22	35	29	41
存货	922	768	1152	1002	1335
其他流动资产	262	252	247	259	252
非流动资产	2524	2673	3030	3357	3614
长期投资	1256	1352	1608	1835	2063
固定资产	964	970	1083	1199	1246
无形资产	161	155	142	127	113
其他非流动资产	143	195	197	196	191
资产总计	4626	4441	4973	5208	5869
流动负债	1985	1522	1868	1894	2343
短期借款	497	257	1556	1574	2021
应付票据及应付账款	950	778	0	0	0
其他流动负债	538	487	312	320	322
非流动负债	583	699	615	530	423
长期借款	408	521	437	352	244
其他非流动负债	175	179	179	179	179
负债合计	2567	2221	2483	2424	2766
少数股东权益	90	85	96	108	121
股本	400	400	400	400	400
资本公积	861	861	861	861	861
留存收益	657	857	1100	1371	1663
归属母公司股东权益	1969	2134	2394	2676	2982
负债和股东权益	4626	4441	4973	5208	5869

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	162	-15	-661	499	24
净利润	195	218	270	301	325
折旧摊销	88	89	80	93	105
财务费用	39	34	54	89	98
投资损失	-154	-153	-171	-144	-150
营运资金变动	-109	-241	-894	160	-354
其他经营现金流	104	38	-0	-0	-0
投资活动现金流	-43	-7	-265	-276	-212
资本支出	20	60	180	194	134
长期投资	-36	10	-256	-226	-228
其他投资现金流	13	42	171	144	150
筹资活动现金流	-71	-31	-314	-174	-209
短期借款	-26	-239	1299	18	447
长期借款	-30	113	-84	-85	-108
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-15	95	-1529	-107	-548
现金净增加额	48	-52	-1241	49	-398

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2140	2196	2496	2840	3092
营业成本	1625	1707	1940	2176	2361
营业税金及附加	14	14	16	18	19
营业费用	70	72	85	94	102
管理费用	172	171	195	205	216
研发费用	107	132	152	157	175
财务费用	39	34	54	89	98
资产减值损失	-94	-26	-30	-34	-37
其他收益	26	29	30	31	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	154	153	171	144	150
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	202	221	286	312	338
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	2
利润总额	202	219	285	311	337
所得税	7	1	15	11	12
净利润	195	218	270	301	325
少数股东损益	45	9	11	12	13
归属母公司净利润	150	209	259	289	312
EBITDA	331	345	422	497	544
EPS(元)	0.37	0.52	0.65	0.72	0.78

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	11.6	2.6	13.7	13.8	8.9
营业利润(%)	24.1	9.4	29.2	9.2	8.2
归属于母公司净利润(%)	62.9	39.6	23.7	11.4	8.0
获利能力					
毛利率(%)	24.1	22.3	22.3	23.4	23.7
净利率(%)	7.0	9.5	10.4	10.2	10.1
ROE(%)	9.5	9.8	10.8	10.8	10.5
ROIC(%)	7.5	7.7	7.0	8.1	7.7
偿债能力					
资产负债率(%)	55.5	50.0	49.9	46.5	47.1
净负债比率(%)	31.8	34.5	70.1	58.1	61.6
流动比率	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.3	6.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.3	3.3	7.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.52	0.65	0.72	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	-0.04	-1.65	1.25	0.06
每股净资产(最新摊薄)	4.92	5.34	5.98	6.69	7.45
估值比率					
P/E	25.1	18.0	14.5	13.0	12.1
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.5	13.3	13.2	11.0	10.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn